

601998.SH

增持

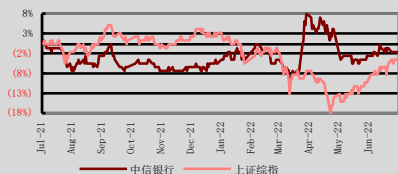
原评级: 增持

市场价格: 人民币 4.74

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 存量风险持续缓解, 零售财富加速发展。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.4	1.3	(9.5)	(1.9)
相对上证指数	8.6	(5.3)	(13.3)	1.4

发行股数(百万)	48,935
流通股(%)	69.6
总市值(人民币 百万)	205,419
3个月日均交易额(人民币 百万)	172
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
中国中信有限公司	65

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 7 月 4 日收市价为标准

相关研究报告

《中信银行: 业绩好于预期, 资产质量平稳》
20220504

《中信银行: 业绩好于预期, 中收持续快速增长》
20220325

《中信银行: 业绩好于预期, 中收快速增长》
20211101

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 股份制银行 II

证券分析师: 林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

中信银行

存量风险持续缓解, 零售财富加速发展

- 战略提升、管理推动叠加组织优化, 零售财富有望加速发展。

2021 年中信银行开启新三年战略, 零售提升到第一战略, 并提出以财富管理为核心打造“新零售”, 构建“财富管理、资产管理、综合融资”三大核心能力。零售条线由前信用卡总裁吕天贵分管, 并纳入前招行财富部副总王洪栋任财富总经理。优秀管理层推动下, 2021 年零售组织架构体系优化调整, 总行提升专业化水平赋能一线, 打通线上线下, 提升财富服务能力。2022 年中信金控获批, 或进一步助力公司零售财富业务快速增长。

- 对公业务优势仍在, 战略客户和机构客户持续支撑存款优势

中信银行传统对公优势仍在, 对公贷款和存款均居于股份行第二, 特别是对公存款仍对业务形成了较好支撑。对公战略客户、机构客户优势持续, 存款贡献持续提升。战略客户主要为能源、建筑、装备制造、汽车等领域龙头央企、地方国企等, 过去几年贡献持续提升, 2021 年日均存款占比达到 26%。在市政建设、国土住建、交通、教科文卫等机构客户上公司亦有一定先发优势, 存款贡献突出, 2021 年贡献日均存款占比 27%。

- 存量风险逐步缓解, 资产质量或持续逐步改善

2021 年公司对公和零售不良率同时下行, 从过去五年核销和已经确认不良看, 存量问题已获得较大处置和暴露。过去几年制造业和批发零售行业不良率逐步下降, 房地产、建筑等有所上升。未来压力或主要来自房地产, 表内房地产贷款已经确认不良率较高, 承担信用风险房地产融资和不承担信用风险的代销等相对可比同业均较低。存量风险缓解伊始, 资产质量和拨备处于股份行中游, 随着风控体系持续优化, 资产质量及拨备或持续改善。

- 估值

中信银行的客户基础和资产负债结构凸显股份制银行的典型特征, 对公存款支撑信贷, 手续费占比较高, 零售贡献不断提升。公司存量风险持续化解, 对公业务传统优势仍在持续, 零售财富战略强化, 零售或快速发展, 改善手续费和零售存款, 财务表现或亦逐步提升。

2022 年类同行业, 公司经营仍将受到疫情扰动, 业绩增速略缓, 随着疫情和经济修复, 零售战略不断推进, 业绩增长和盈利能力或逐步改善。

公司估值位于股份行低位, 股息率 6.37% 位于股份行高位, 绝对收益可期, 相对估值或亦将提升。公司 2022 年 PB0.41X, 2023 年 PB0.36X, 维持 **增持** 评级。

- 风险提示: 资产质量压力反复, 经济大幅下行超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入-扣除其他成本	194,731	204,557	213,058	231,676	254,526
变动 (%)	3.81	5.05	4.16	8.74	9.86
净利润	48,980	55,641	60,243	66,961	76,799
变动 (%)	2.01	13.60	8.27	11.15	14.69
净资产收益率 (%)	10.82	11.42	11.18	11.10	11.36
每股收益 (元)	1.00	1.14	1.23	1.37	1.57
原预测 (元)	1.00	1.14	1.24	1.36	1.48
变动 (%)			(0.81)	0.74	6.01
市盈率 (倍)	4.74	4.17	3.85	3.46	3.02
市净率 (倍)	0.50	0.46	0.41	0.36	0.32

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

一、 中信银行历史沿革.....	6
1、 依托独特的金融+实业集团平台.....	6
2、 中信银行依托集团、对公业务起家.....	6
3、 引入外部银行家，股份制改革、发展零售银行成为定位综合性商业银行.....	7
二、 对公业务传统优势仍在.....	8
1、 对公业务规模持续行业前列，存款支撑较好.....	8
2、 战略客户持续贡献存款.....	9
3、 机构业务和托管业务持续贡献存款.....	9
三、 财富零售有望持续快速增长.....	11
1、 战略地位提升至首位，优秀管理者推动，零售组织架构调整.....	11
2、 金控平台有望发力，促进零售财富发展.....	13
3、 信用卡业务发展领先，资产质量改善.....	13
四、 财务分析：股份行特征显著，存量风险逐步出清.....	15
1、 息差略低，对公活期优势较为突出.....	17
2、 手续费收入占比较高，银行卡、理财业务表现突出.....	21
3、 投资类收入占比居于股份行中游.....	22
4、 成本收入比位于股份行中游.....	24
5、 存量风险持续出清，拨备有待提升.....	25
6、 核心一级资本略低.....	30
五、 管理改善或逐步带动财务和盈利模式转变.....	31
风险提示：.....	32

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 中信银行股权结构.....	7
图表 2. 对公贷款规模（单位：百万元）.....	8
图表 3. 对公存款（单位：百万元）.....	8
图表 4. 上市银行贷存比（单位：%）.....	8
图表 5. 2021 上市银行存款结构对比（公告平均余额数据）.....	8
图表 6. 对公定期存款付息率.....	9
图表 7. 对公活期存款付息率.....	9
图表 8. 战略客户日均存款及占比.....	9
图表 9. 机构客户日均存款及占比.....	9
图表 10. 2021 年托管资产规模（单位：万亿）.....	10
图表 11. 贷款区域分布（单位：亿元）.....	10
图表 12. 2021N 银行对公信贷的行业结构.....	10
图表 13. 2021 年零售贷款（单位：百万元）.....	11
图表 14. 2021 年零售存款（单位：百万元）.....	11
图表 15. 2021 年零售贷款占比增加（单位：%）.....	11
图表 16. 2021 年贷款投放结构.....	11
图表 17. 零售客户 AUM 拆解（单位：亿元）.....	12
图表 18. 零售客户 AUM 结构（单位：%）.....	12
图表 19. 理财规模（单位：亿元）.....	13
图表 20. 零售客户 AUM（单位：亿元）.....	13
图表 21. 中信银行信用卡贷款规模（单位：百万元）.....	13
图表 22. 中信银行信用卡交易规模（单位：百万元）.....	13
图表 23. 中信银行信用卡发卡量（单位：万户）.....	14
图表 24. 中信银行卡收入（单位：百万元）.....	14
图表 25. 中信银行信用卡业务持续创新.....	14
图表 26. 可比银行杜邦拆解对比.....	15
图表 27. ROAE.....	15
图表 28. ROAA.....	15
图表 29. 上市银行 ROAE.....	16
图表 30. 上市银行 ROAA.....	16

图表 31. 上市银行 ROAE/ROAA	16
图表 32. 可比银行净息差 (单位: %)	17
图表 33. 可比银行净利差 (单位: %)	17
图表 34. 可比银行存贷利差 (单位: %)	17
图表 35. 可比银行杠杆 (单位: %)	17
图表 36. 上市银行净息差对比 (单位: %)	18
图表 37. 上市银行净利差对比 (单位: %)	18
图表 38. 上市银行存贷利差 (单位: %)	18
图表 39. 可比银行资产收益率 (单位: %)	19
图表 40. 可比银行负债成本率 (单位: %)	19
图表 41. 可比银行贷款收益率 (单位: %)	19
图表 42. 可比银行债券收益率 (单位: %)	19
图表 43. 可比银行同业资产收益率 (单位: %)	19
图表 44. 可比银行存款成本率 (单位: %)	19
图表 45. 可比银行同业负债收益率 (单位: %)	20
图表 46. 可比银行发行债券成本率 (单位: %)	20
图表 47. 上市银行资产收益率 (单位: %)	20
图表 48. 上市银行负债成本率 (单位: %)	20
图表 49. 2021N 上市银行资产结构对比 (单位: %)	21
图表 50. 2021N 上市银行贷款结构对比 (单位: %)	21
图表 51. 2021 年可比银行对公贷款收益率 (单位: %)	21
图表 52. 2021 年可比零售贷款收益率 (单位: %)	21
图表 53. 2021 上市银行负债结构对比 (单位: %)	21
图表 54. 2021 上市银行存款结构对比 (单位: %)	21
图表 55. 上市银行手续费占比 (单位: %)	22
图表 56. 中信银行手续费/净利息占比 (单位: %)	22
图表 57. 中信银行手续费结构图 (单位: %)	22
图表 58. 2021 年上市银行投资类收入占比 (单位: %)	23
图表 59. 2021 年上市银行交易类占比总资产 (单位: %)	23
图表 60. 2021 上市银行投资等相关收入占比 (单位: %)	23
图表 61. 2021 上市银行金融投资等相关占比 (单位: %)	23
图表 62. 中信银行投资收入占比 (单位: %)	24
图表 63. 中信银行 2021N 交易类占比总资产 (单位: %)	24
图表 64. 股份行成本收入占比 (单位: %)	24
图表 65. 股份行成本收入占比 (单位: %)	24

图表 66. 上市银行成本收入比对比 (单位: %)	25
图表 67. 股份行历史成本收入比 (单位: %)	25
图表 68. 股份行业务及管理费增长 (单位: %)	25
图表 69. 上市银行不良率	26
图表 70. 上市银行不良率+关注贷款占比 (单位: %)	26
图表 71. 股份行不良率 (单位: %)	27
图表 72. 股份行不良率+关注贷款占比 (单位: %)	27
图表 73. 核销+不良+关注/贷款 (单位: %)	27
图表 74. 核销+不良+关注/贷款 (单位: %)	27
图表 75. 逾期/不良 (单位: %)	27
图表 76. 90 天以上逾期/不良 (单位: %)	27
图表 77. 逾期生成率 (单位: %)	28
图表 78. 不良生成率 (单位: %)	28
图表 79. 对公各行业不良率情况 (单位: %)	28
图表 80. 拨备覆盖率 (单位: %)	29
图表 81. 拨贷比 (单位: %)	29
图表 82. 拨备/(不良+关注) (单位: %)	29
图表 83. 拨备/逾期 (单位: %)	29
图表 84. 房地产融资占比 (单位: %)	29
图表 85. 信用成本 (单位: %)	29
图表 86. 2022Q1 核心一级资本充足率 (单位: %)	30
图表 87. 2022Q1 一级资本和资本充足率 (单位: %)	30
图表 88. 可比银行 2021 股息率及预测估值对比	31
主要比率 (%)	33
损益表(人民币百万元)	33

一、中信银行历史沿革

1、依托独特的金融+实业集团平台

中信集团全称中国中信集团有限公司（原中国国际信托投资公司）。在邓小平同志支持下，由荣毅仁同志于 1979 年创办的，定位是经济改革试点和对外开放窗口，是中国最早利用外资从事生产金融、贸易和经济技术服务的国有企业集团，在很多领域进行了卓有成效的探索与创新。2002 年中国国际信托投资公司进行体制改革，更名为中国中信集团公司，成为国家授权投资机构。2011 年中国中信集团公司整体改制为国有独资公司，更名为中国中信集团有限公司（简称中信集团），并发起设立了中国中信股份有限公司（简称中信股份）。2014 年 8 月，中信集团将中信股份 100% 股权注入香港上市公司中信泰富，实现了境外整体上市。

中信集团目前主要涵盖综合金融、先进智造、先进材料、新消费和新型城镇化五大业务板块。2021 年中信集团连续第 13 年上榜美国《财富》杂志世界 500 强，位居第 115 位。中信股份（SEHK: 00267）是香港恒生指数成份股之一。

中信银行是中信集团最大的金融子公司、综合金融服务是中信集团最大的盈利来源。中信股份最大的利润贡献是综合金融板块，2021 年利润贡献 64%，其中，中信银行贡献最大。中信银行存量客户与早期集团业务发展和推动的有紧密的关系，集团内部随着各个子公司发展联动亦持续发展。中信银行协同联合融资规模 2021 年 1.56 万亿元，零售产品交叉销售规模达 876 亿，分别较同期增长 45% 和 95%；拉动资产托管规模新增 2276 亿元。

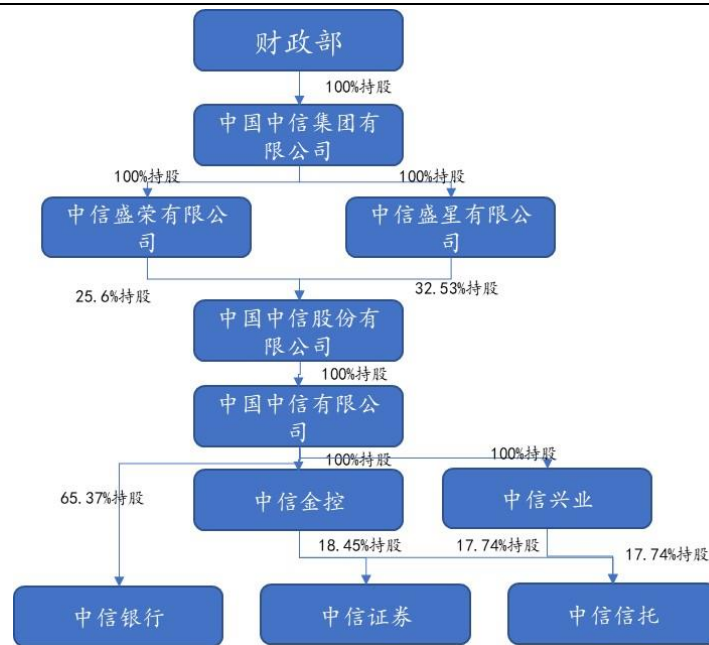
（本章参考资料：https://www.group.citic/html/About_CITIC/Brief_Introduction/）。

2、中信银行依托集团、对公业务起家

1985 年，中信公司在原来财务部的基础上成立了银行部，进一步扩展了对外融资、外汇交易、发放贷款、国际结算、融资租赁和吸收存款等全面银行业务。1987 年，中信实业银行获得国务院和人民银行批准成立，2005 年更名中信银行。中信银行建立之初，更多是在集团系统之中，在改革开放的背景下，主要开展外汇、贸易和实业等对公方面的业务。

（本章资料来源：<http://finance.people.com.cn/GB/n1/2017/0919/c1004-29545213.html>）

图表1. 中信银行股权结构



资料来源：上市公司公告，中银证券

3、引入外部银行家，股份制改革、发展零售银行成为定位综合性商业银行

2004年招商银行副行长陈小宪加盟中信银行，任中国中信集团公司常务董事、副总经理，中信控股有限责任公司执行董事，中信银行行长。中信银行经历强化风险管理、现代商业银行股份制改革，较早开始零售银行发展，在信用卡、私人银行等方面均起步较早。2005年公司从中信实业银行更名为中信银行，2007年公司完成股份制改革、资本补充并实现A+H上市。

(本章资料来源：https://topics.gmw.cn/2019-01/17/content_32369188.htm)

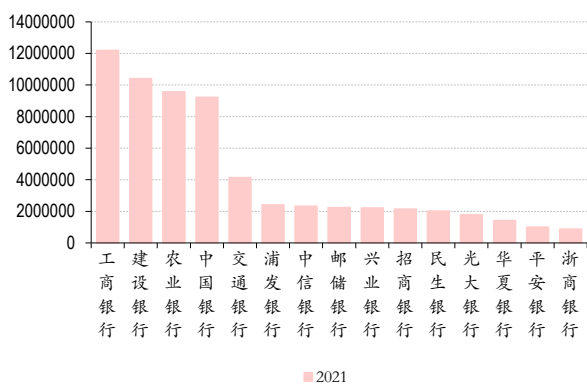
二、对公业务传统优势仍在

1、对公业务规模持续行业前列，存款支撑较好

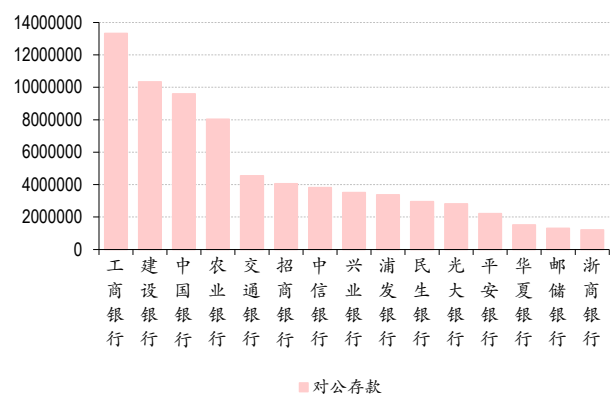
中信银行建立之初，名为中信实业银行，对公业务上拥有传统优势，在对公存款上优势尤为突出。从对公存贷款总量来看，2021年对公贷款总额2.3万亿，仅仅低于5大行和浦发，居于商业银行第7位，对公存款仅仅低于5大行和招行，居于商业银行第7位。

与股份行同业一样，公司业务为中信银行提供更多存款和流动性（见图表4），支持对公和零售信贷的投放。相比股份行同业，中信银行对公活期付息率较高，活期存款占比也较高。在对公方面，通过战略客户、机构客户等核心客户链式营销，保持其对公存款优势，支持业务持续增长。

图表2. 对公贷款规模（单位：百万元）



图表3. 对公存款（单位：百万元）



资料来源：上市公司公告，中银证券

资料来源：上市公司公告，中银证券

图表4. 上市银行贷存比（单位：%）

	工商	建设	农业	中国	邮储	交通	招商	浦发	兴业	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商	北京	上海	江苏	南京	宁波	杭州	长沙	成都	重庆	贵阳	青岛	苏州	西安	沪农	渝农	青农	紫金	无锡	苏农	江阴	常熟	张家港
对公贷存比 (不含票据)	79%	79%	97%	78%	146%	80%	52%	69%	67%	59%	67%	66%	51%	107%	72%	81%	62%	67%	56%	48%	48%	64%	62%	88%	89%	71%	73%	87%	86%	176%	145%	100%	87%	87%	117%	87%	88%
对公贷存比	82%	81%	101%	82%	181%	83%	61%	82%	73%	70%	74%	69%	57%	117%	79%	89%	70%	77%	61%	55%	51%	69%	63%	99%	89%	75%	88%	98%	101%	187%	153%	121%	102%	105%	145%	100%	106%
零售贷存比	57%	64%	48%	73%	34%	83%	125%	171%	224%	195%	194%	154%	230%	158%	128%	120%	98%	112%	86%	117%	141%	67%	43%	72%	32%	60%	59%	62%	42%	36%	36%	39%	25%	38%	25%	66%	56%

资料来源：上市公司公告，中银证券

注：本表存款其他存款归入对公存款，测算可能有误差。

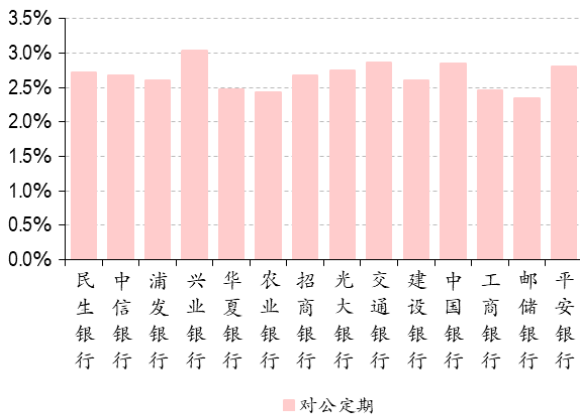
图表5. 2021 上市银行存款结构对比（公告平均余额数据）

	工商	建设	农业	中国	邮储	交通	招商	浦发	兴业	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商	上海	南京	宁波	长沙	成都	重庆	贵阳	青岛	苏州	郑州	沪农	渝农	青农	无锡	苏农	常熟
对公活期	29%	30%	26%	21%	8%	28%	40%	39%	35%	41%	34%	24%	29%	34%	32%	31%	25%	37%	35%	39%	22%	28%	36%	28%	23%	32%	15%	29%	21%	31%	20%
对公定期	20%	18%	14%	15%	4%	37%	25%	37%	47%	39%	46%	52%	46%	46%	47%	43%	53%	42%	25%	24%	33%	34%	30%	26%	31%	19%	7%	20%	30%	18%	10%
个人活期	21%	22%	28%	14%	26%	12%	24%	7%	8%	6%	6%	7%	8%	7%	4%	7%	4%	7%	15%	9%	5%	10%	8%	10%	8%	8%	16%	21%	9%	10%	11%
个人定期	26%	29%	32%	21%	62%	23%	11%	17%	10%	14%	14%	16%	17%	13%	16%	19%	18%	13%	26%	28%	36%	28%	26%	31%	27%	41%	62%	26%	37%	35%	52%
其他	4%	2%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	0%	0%	4%	10%	0%	0%	4%	4%	7%	6%

资料来源：上市公司公告，中银证券

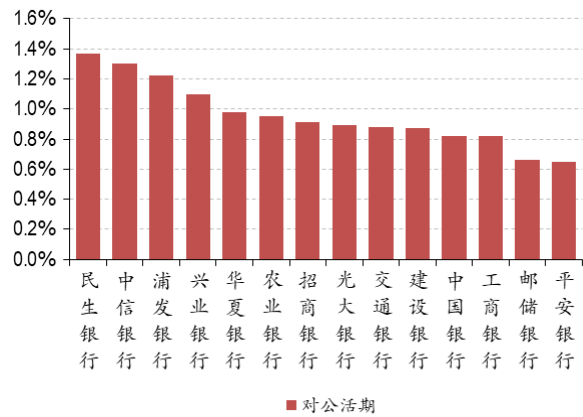
注：本表存款其他存款归入对公存款，测算可能有误差。

图表6. 对公定期存款付息率



资料来源：上市公司公告，中银证券

图表7. 对公活期存款付息率

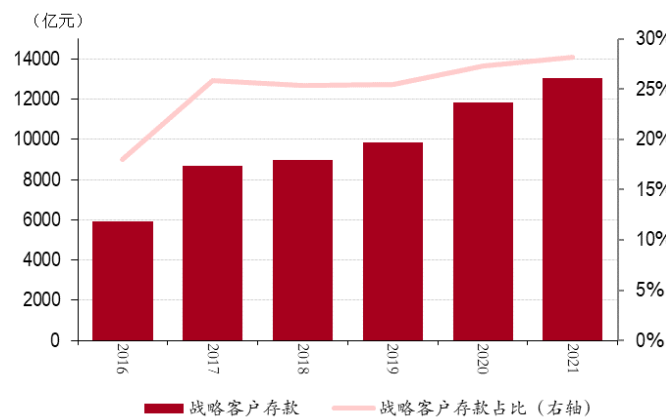


资料来源：上市公司公告，中银证券

2、战略客户持续贡献存款

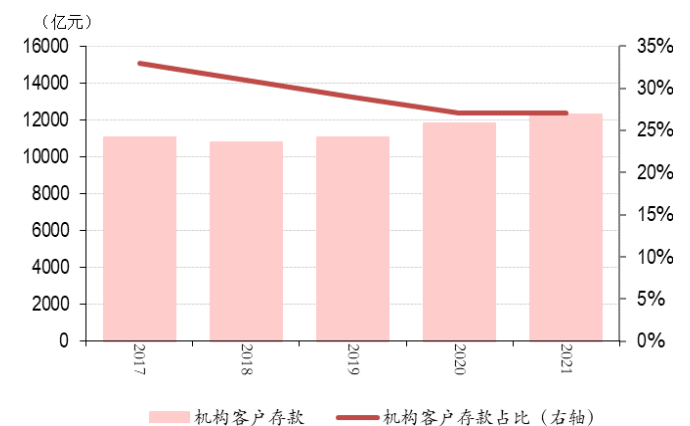
强调总分行牵头提供综合金融服务方案、精细化管理提升核心战略客户贡献。持续优化战略客户经营，建立并持续强化总行和分行对战略客户的牵头经营，继续深化以“主导营销、共担风险、组织优化、绩效联动”为核心的战略客户“联营模式”体系，前中后台一体、总分支行联动。强调与集团金融子公司协同，通过综合金融服务，对战略客户及其产业链、资金链等生态圈企业提供综合服务、开展批量获客、推进产品交叉销售，有效提升了战略客户的综合价值贡献。强调精细化管理，2018年提出，按照“一户一策、一户一团队”的原则，为战略客户提供差异化优质金融服务，对 167 家总行级战略客户、1500 多家分行级战略客户及其产业链深耕细作。战略客户主要为央企、地方国企等，行业层面主要是能源、建筑、装备制造、汽车、TMT、大消费等领域行业龙头客户。过去几年战略客户贡献持续提升，特别是存款层面，2021 年日均存款占比 26%。

图表8. 战略客户日均存款及占比



资料来源：万得，中银证券

图表9. 机构客户日均存款及占比



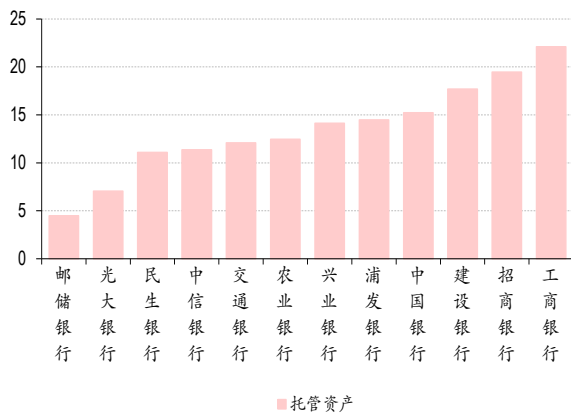
资料来源：万得，中银证券

3、机构业务和托管业务持续贡献存款

公司较早介入的与财政、社保、教育、法律等机构客户，较早介入银政合作，在市政建设、国土住建、交通、教科文卫等行业有一定先发优势，并形成了较好的客户积累，存款贡献突出。截至 2021 年机构客户达到 5 万户，贡献日均存款 12284.91 亿元，占比存款 27%。

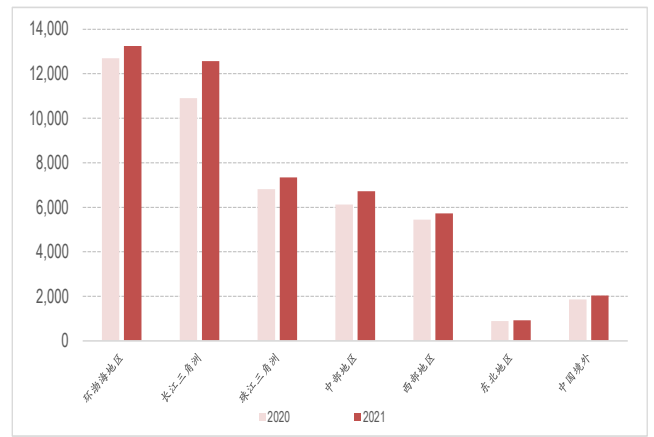
此外，托管业务优势持续，市场排名持续前列。中信银行托管业务起步较早，2021 年托管业务实现收入 33.71 亿元，托管规模 11.36 万亿元，位于股份行行较好水平。托管业务对存款撬动效应持续提升，带动存款沉淀日均余额 4304 亿元，一般性企业存款日均余额 1351 亿元。

图表10. 2021年托管资产规模 (单位: 万亿)



资料来源: 万得, 中银证券

图表11. 贷款区域分布 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 中银证券

图表12. 2021N 银行对公信贷的行业结构

贷款结构	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	邮储银行	交通银行	招商银行	浦发银行	兴业银行	中信银行	民生银行	光大银行	平安银行	华夏银行	浙商银行	北京银行	上海银行	江苏银行	南京银行	宁波银行	杭州银行	长沙银行	成都银行	重庆银行	贵阳银行	青岛银行	苏州银行	西安银行	郑州银行	沪农商行	渝农商行	青农商行	徽农商行	紫金银行	无锡银行	苏农银行	江阴银行	常熟银行	张家港
制造业	13%	15%	17%	20%	15%	17%	15%	18%	18%	15%	16%	18%	13%	20%	11%	7%	20%	12%	26%	14%	15%	10%	12%	7%	21%	31%	8%	16%	19%	13%	8%	26%	49%	49%	52%	37%			
批发和零售业	4%	9%	6%	22%	6%	5%	7%	10%	7%	12%	8%	10%	10%	14%	9%	8%	11%	11%	16%	7%	11%	7%	8%	11%	13%	14%	9%	16%	6%	6%	4%	19%	18%	12%	16%	8%	18%		
基建	55%	50%	54%	31%	52%	49%	41%	38%	37%	44%	42%	39%	17%	48%	30%	42%	41%	36%	54%	39%	59%	39%	50%	55%	26%	31%	38%	34%	42%	21%	58%	55%	32%	39%	14%	24%	22%	24%	
交通运输	23%	18%	21%	19%	31%	18%	21%	8%	6%	6%	6%	5%	5%	4%	1%	7%	2%	2%	0%	3%	1%	2%	2%	1%	8%	2%	3%	3%	4%	7%	23%	3%	2%	1%	1%	0%	2%		
电力、燃气	9%	10%	10%	9%	10%	6%	9%	6%	5%	4%	4%	3%	2%	4%	2%	6%	0%	2%	1%	2%	1%	3%	3%	3%	1%	2%	2%	2%	1%	0%	8%	9%	1%	2%	2%	2%	2%		
水利、环境	11%	6%	7%	3%	5%	9%	3%	7%	10%	16%	8%	17%	0%	11%	6%	11%	11%	10%	4%	6%	37%	23%	25%	25%	9%	13%	13%	18%	21%	0%	22%	11%	14%	5%	1%	8%	9%	5%	
租赁和商务	13%	17%	15%	0%	6%	16%	8%	17%	16%	19%	24%	13%	10%	28%	22%	18%	28%	22%	48%	28%	20%	11%	29%	25%	8%	13%	20%	11%	17%	18%	21%	13%	13%	30%	10%	12%	12%	14%	
房地产业	6%	8%	9%	13%	6%	10%	19%	13%	14%	12%	17%	11%	27%	9%	19%	12%	20%	11%	6%	7%	11%	6%	9%	6%	9%	14%	7%	10%	18%	26%	2%	6%	8%	1%	2%	0%	2%	2%	
建筑业	3%	4%	3%	3%	5%	4%	6%	7%	6%	4%	5%	7%	5%	7%	7%	5%	5%	5%	2%	6%	4%	15%	5%	10%	30%	19%	13%	17%	10%	3%	2%	3%	14%	4%	10%	6%	0%	7%	
采掘业	2%	3%	2%	3%	3%	2%	3%	3%	0%	4%	0%	2%	2%	1%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	0%	0%	6%	1%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		
其他	15%	10%	5%	7%	13%	10%	11%	12%	5%	15%	-2%	15%	19%	10%	9%	11%	14%	8%	14%	-6%	0%	11%	9%	7%	13%	9%	-2%	10%	7%	27%	15%	15%	9%	7%	9%	9%	7%		

资料来源: 上市公司公告, 中银证券

三、财富零售有望持续快速增长

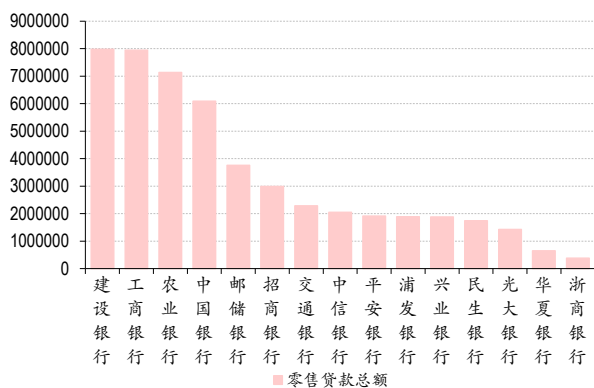
1、战略地位提升至首位，优秀管理者推动，零售组织架构调整

(1) 战略逐步提升，2021年新三年规划升至首位

中信银行战略由 2015 年“一体两翼”（2015 年到 2017 年）到“三驾齐驱”（2018 年到 2020 年），再到零售提升到第一战略，并且提出以财富管理为核心牵引打造“新零售”，构建“财富管理、资产管理、综合融资”三大核心能力。

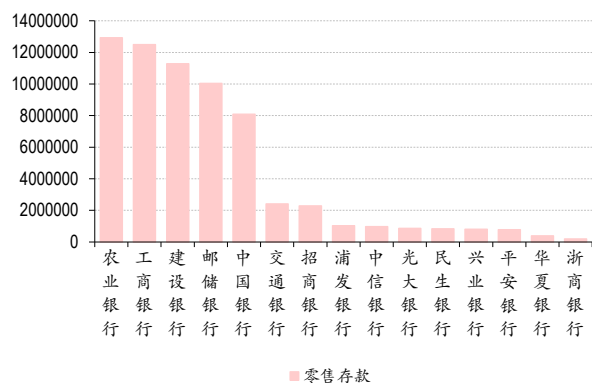
从 2011 年到 2021 年中信银行零售贷款占比由 19% 上升至 42%，上升幅度居股份行第二位，仅低于平安。零售贷款增长较快，零售贷款中按揭和信用卡贷款占比较高。截至 2021 年，零售贷款和零售存款居于股份行较高水平。2021 年零售贷款股份行居于第二，仅低于招行，零售存款仅低于招行、浦发，亦位于股份行较高水平。

图表 13. 2021 年零售贷款 (单位: 百万元)



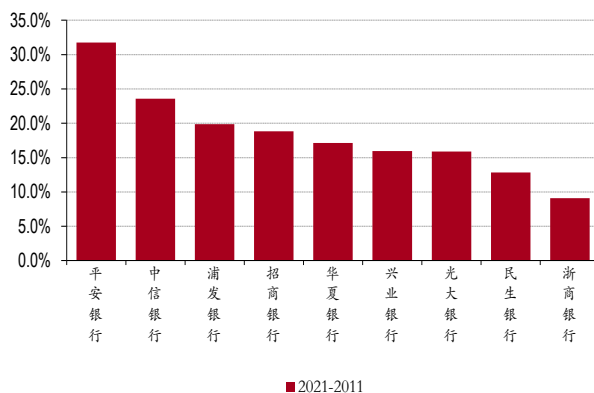
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 14. 2021 年零售存款 (单位: 百万元)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 15. 2021 年零售贷款占比增加 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 16. 2021 年贷款投放结构

	招商	浦发	兴业	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商
贷款占比	98%	98%	98%	99%	96%	97%	98%	100%	97%
生息资产/总资产	98%	98%	98%	99%	96%	97%	98%	100%	97%
贷款比例	61%	60%	53%	61%	60%	58%	63%	60%	61%
对公贷款/贷款	39%	50%	50%	48%	50%	54%	33%	64%	66%
个人贷款/贷款	54%	40%	42%	42%	43%	43%	62%	29%	28%
按揭占比	25%	19%	25%	20%	15%	17%	9%	14%	7%
其他个人贷款占比	29%	21%	17%	22%	28%	26%	53%	16%	22%
信用卡	15%	9%	10%	11%	12%	14%	20%	8%	0%
票据/贷款	8%	10%	7%	10%	7%	3%	5%	6%	6%
其他/贷款	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: 上市公司公告, 中银证券

(2) 优秀的管理层

吕天贵副行长分管零售，此前曾任信用卡中心总裁。2003 年 1 月加入中信银行，在中信银行信用卡中心工作，历任财务及法律部副总经理，营运部总经理，客户服务部总经理，信用卡中心总裁助理、党委委员、副总裁。2014 年 5 月起担任中信银行信用卡中心党委书记，同年 11 月起任信用卡中心总裁。招商银行财富管理部副总经理王洪栋已正式入职中信银行，担任中信银行财富管理部总经理。

(3) 组织架构调整

2021年11月，中信银行零售板块进行了组织架构调整。调整前的零售金融板块分为零售银行部、数字金融部、私人银行部、个人信贷部、信用卡中心。调整将原零售银行部更名为零售金融部，负责战略规划、资源统筹、经营分析、绩效考核等等，剥离经营职能，新设的财富管理部原零售银行部、数字金融部的部分团队和职能被并入，调整之后的中信银行零售板块变为主抓考核规划的零售金融部，和具有经营职能的财富管理、个贷、私行、信用卡。

架构调整关注战略整合和组织效率，专业化总行赋能前台，加强数字化融合。第一，压缩管理层级，提升管理效率。总行是零售业务发展的“总指挥”，以客户为中心，构建客户、产品、渠道一体化的敏捷组织，快速响应市场变化。第二，线上线下团队整合。总行负责组建专业团队、搭建能力“中台”，垂直向下赋能分行、支行，把专业能力提供给一线的业务团队。投产零售客户资产配置系统，通过建立自上而下、全流程、专业化的系统工具，全面支持总分行投研投顾构建组合策略，赋能支行理财客户经理。发挥银行网点的作用和价值，推动网点场景生态获客，拓展网点对客户的“心理辐射距离”。进一步加强数字化的融合和建设能力。

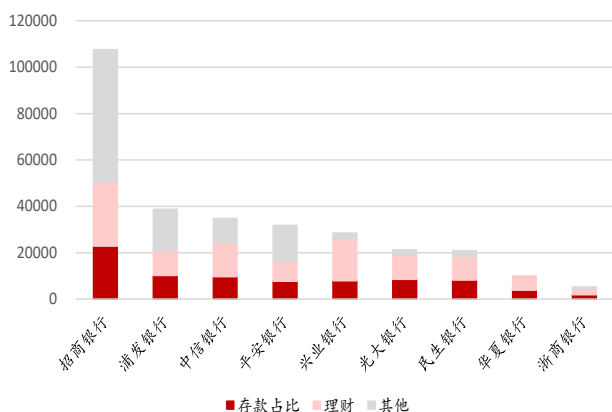
公司组建总分行投资顾问队伍，帮助分支行提升服务中高端客户能力。在此基础上，建立“买方投顾”服务模式，提升资产配置专业能力，落实“1+1+N”（支行客户经理+分行投资顾问+总行投资顾问及集团内外专家资源）服务模式，深耕一对一专人陪伴式服务，提升服务中高端客户的顾问能力，充实财富顾问队伍。

（资料来源：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1727537361934020284&wfr=spider&for=pc>）

(4) 财富和理财等业务快速发展。

公司零售 AUM 居于股份行前列，且非存款非理财的代销等业务占比较高，处于行业中等偏上，反映公司代销产品线较为丰富，在自有理财和其他产品代销方面均由较好表现。理财方面，信银理财拥有货币类、固收类、权益类等十大产品线，产品体系完善，2021 年理财总规模 14033 亿元，新产品规模 12667 亿元，居于股份行前列。

图表 17. 零售客户 AUM 拆解 (单位: 亿元)



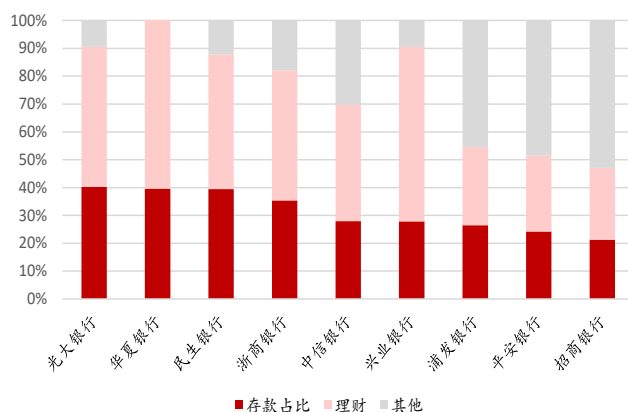
资料来源：上市公司公告，中银证券

注：AUM 并非标准的指标，各家口径或有差异。

零售存款用零售活期+定期可以与全部个人存款有差异。

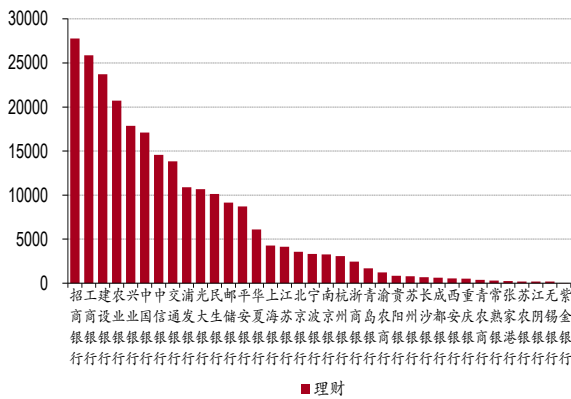
理财数据可能部分被记录为存款，导致误差。

图表 18. 零售客户 AUM 结构 (单位: %)



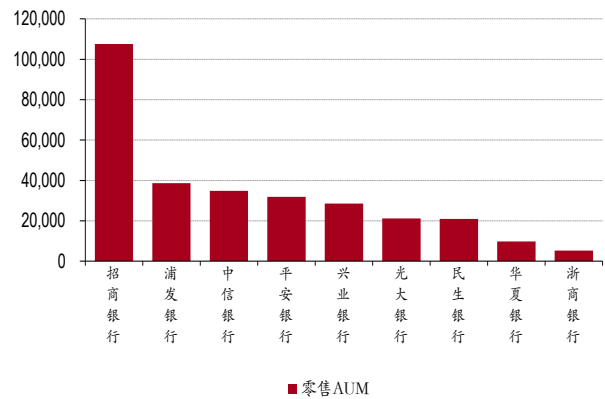
资料来源：上市公司公告，中银证券

图表 19. 理财规模 (单位: 亿元)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 20. 零售客户 AUM (单位: 亿元)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

注: 零售 AUM 可能存在各行实际口径的差异。

2、金控平台有望发力, 促进零售财富发展

2022年3月17日, 人民银行批准了中国中信金融控股有限公司(筹)和北京金融控股集团有限公司的金融控股公司设立许可。中信金控是在中信集团内部新设立金控公司, 将承接中信旗下的金融牌照和资产, 包括中信银行、中信证券、中信信托、中信保诚人寿保险、中信消费金融有限公司等。

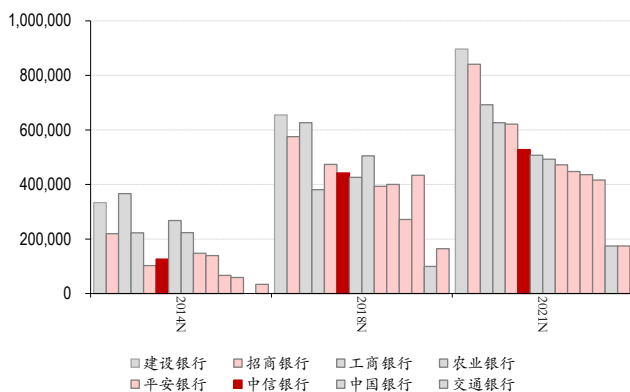
中信银行是中信集团最大的金融子公司、综合金融服务是中信集团最大的盈利来源, 金控平台设立有利于中信银行综合金融拓展, 特别是财富管理相关业务的发展。公司在年报中也明确表述: “银行定位于中信集团协同的主平台, 推动集团与银行更加全面深入的合作, 全力赋能银行发展。”, “在财富管理、资产管理、综合融资三大赛道布局上持续加力, 充分发挥出银行在集团发展中的“压舱石”和“顶梁柱”作用”, “向客户提供一站式、定制化、多场景、全生命周期的专业化服务”。

3、信用卡业务发展领先, 资产质量改善

中信银行信用卡总部位于深圳, 公司信用卡业务起步比较早, 在线上化、互联网平台合作方面都比较早, 场景化和数字化的理念上都较为领先。信用卡贷款规模持续居于行业前列, 位于股份行前三, 仅低于招商银行和平安银行, 在全部上市银行排名第六, 超过中国银行和交通银行。交易量和发卡量亦据行业前列, 公布数据上市银行中, 位于第五位。银行卡收入较高, 手续费贡献也较高。

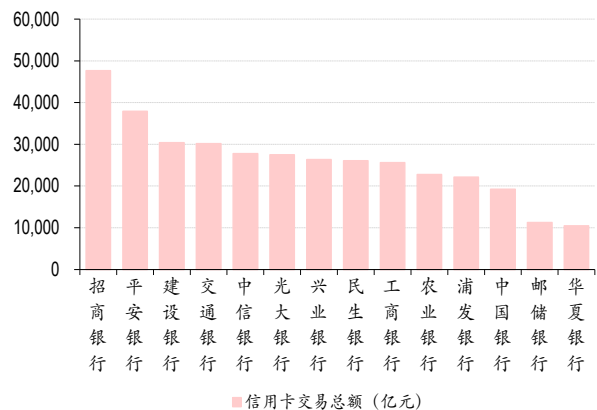
2021年信用卡业务资产质量改善显著, 2021年不良率降至1.83%, 较上年下降55bp, 不良率降至可比银行较低水平。

图表 21. 中信银行信用卡贷款规模 (单位: 百万元)



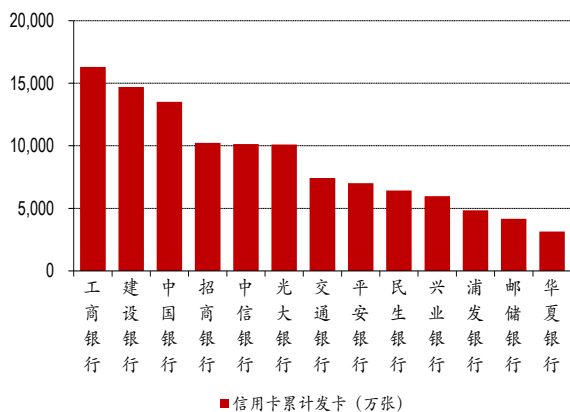
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 22. 中信银行信用卡交易规模 (单位: 百万元)



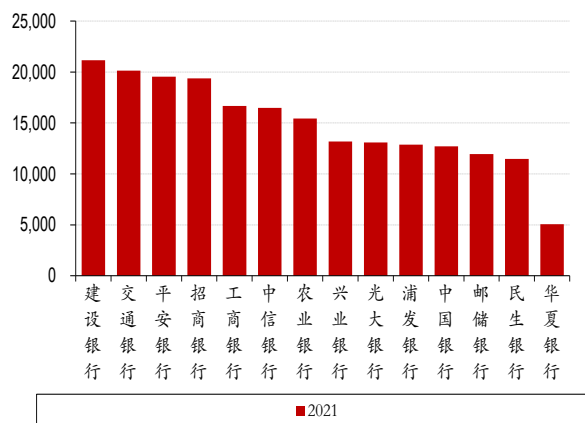
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 23. 中信银行信用卡发卡量 (单位: 万户)



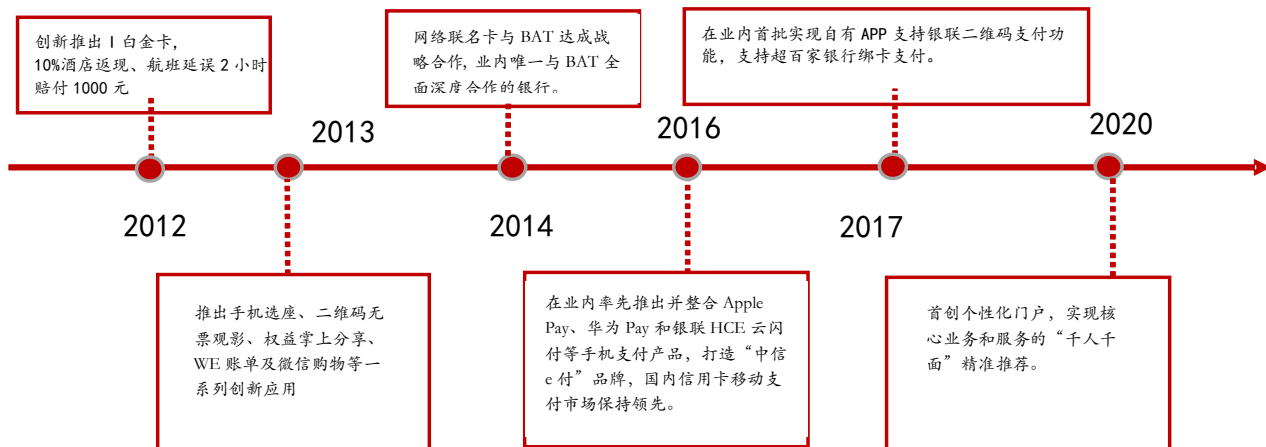
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 24. 中信银行信用卡收入 (单位: 百万元)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 25. 中信银行信用卡业务持续创新



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

四、财务分析：股份行特征显著，存量风险逐步出清

净资产盈利能力和资产盈利能力股份行中等水平，公司主要指标均处于股份行中游，财务和经营特征凸显股份行的特点。存量风险持续化解，信用成本压力或边际减弱。

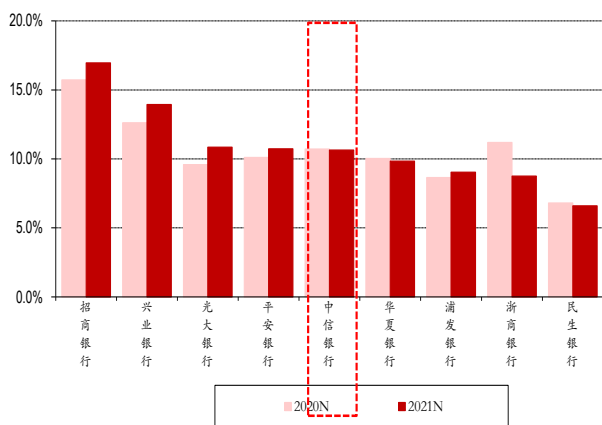
(1) 中信银行资产盈利能力和资本盈利能力均位于股份行中等。从全部上市银行来看，公司资本盈利能力处于行业中游，资产盈利能力偏弱，杠杆略高。(2) 拆分来看公司净息差中等略弱，存贷利差位于行业中等，贷款收益、非贷款收益偏低，负债成本来看，存款成本平稳，非存款成本较高。手续费占比较高，银行卡等业务支撑较多。(3) 成本收入比行业中游，2021年阶段性上升。(4) 存量资产质量问题逐渐缓解，资产质量位于股份行中游，存量拨备股份行中游略偏弱。

图表 26. 可比银行杜邦拆解对比

2021N	招商银行	浦发银行	兴业银行	中信银行	民生银行	光大银行	平安银行	华夏银行	浙商银行
ROAA	1.36%	0.67%	1.02%	0.72%	0.50%	0.77%	0.77%	0.68%	0.60%
ROAE	17.0%	8.8%	13.9%	10.7%	6.6%	10.6%	10.9%	9.0%	9.8%
利息收入	3.71%	3.74%	3.82%	3.94%	3.99%	4.07%	4.55%	4.32%	4.28%
利息支出	-1.40%	-2.05%	-2.05%	-2.04%	-2.19%	-2.08%	-1.99%	-2.07%	-2.34%
净利息收入	2.32%	1.69%	1.77%	1.90%	1.81%	1.99%	2.56%	2.25%	1.94%
净手续费收入	1.07%	0.36%	0.52%	0.46%	0.40%	0.48%	0.70%	0.26%	0.19%
净其他非息收入	0.37%	0.32%	0.40%	0.27%	0.22%	0.24%	0.34%	0.20%	0.39%
净非利息收入	1.45%	0.68%	0.92%	0.73%	0.62%	0.72%	1.04%	0.46%	0.58%
营业收入	3.76%	2.37%	2.68%	2.63%	2.43%	2.71%	3.61%	2.71%	2.51%
税金及附加	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.04%	-0.03%	-0.04%
业务及管理费	-1.25%	-0.62%	-0.67%	-0.77%	-0.71%	-0.76%	-1.02%	-0.79%	-0.64%
营业费用及管理	-1.28%	-0.65%	-0.70%	-0.80%	-0.74%	-0.79%	-1.06%	-0.82%	-0.68%
营业外收入及	-0.05%	-0.02%	-0.02%	0.00%	-0.05%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
拨备前利润	2.44%	1.71%	1.97%	1.83%	1.65%	1.91%	2.55%	1.89%	1.84%
资产减值损失	-0.75%	-0.97%	-0.81%	-0.99%	-1.13%	-0.97%	-1.57%	-1.00%	-1.15%
税前利润	1.68%	0.73%	1.16%	0.84%	0.51%	0.94%	0.98%	0.89%	0.69%
所得税	-0.31%	-0.07%	-0.14%	-0.12%	-0.01%	-0.17%	-0.20%	-0.21%	-0.10%
税后利润	1.37%	0.67%	1.02%	0.72%	0.50%	0.77%	0.77%	0.68%	0.60%
归母净利润	1.36%	0.66%	1.00%	0.72%	0.49%	0.77%	0.77%	0.67%	0.58%

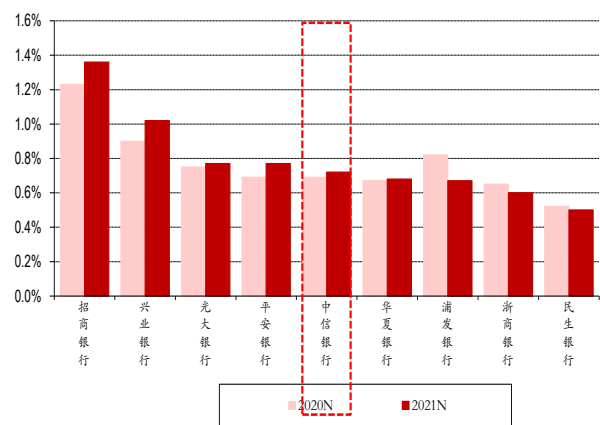
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 27. ROAE



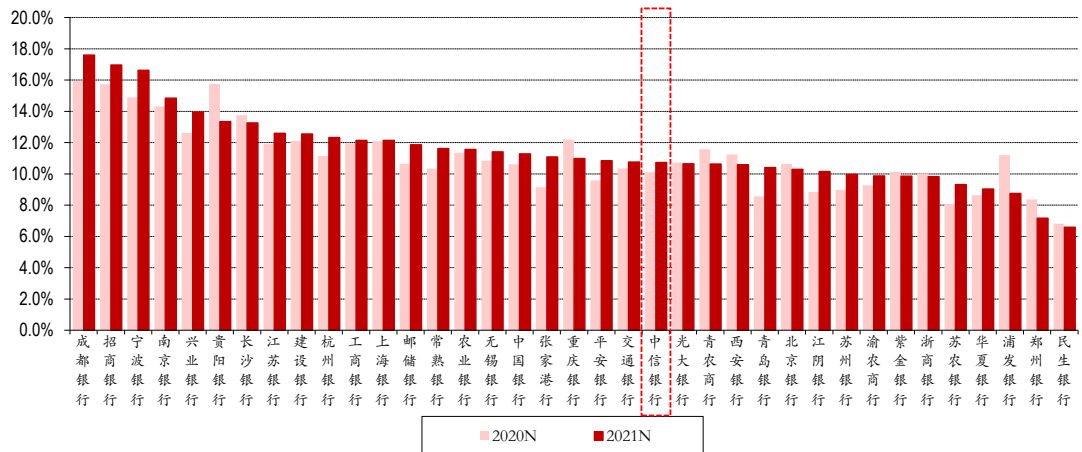
资料来源：上市银行年报，中银证券

图表 28. ROAA



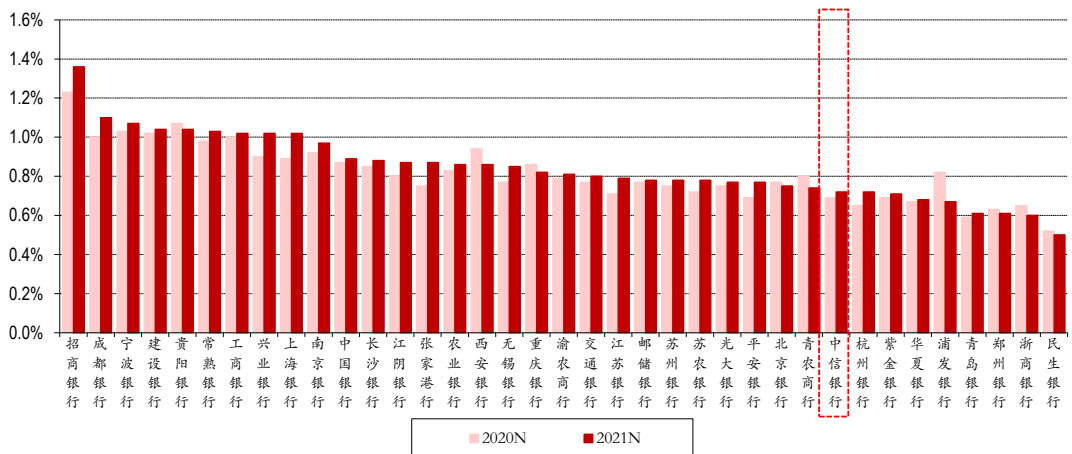
资料来源：上市银行年报，中银证券

图表 29. 上市银行 ROAE



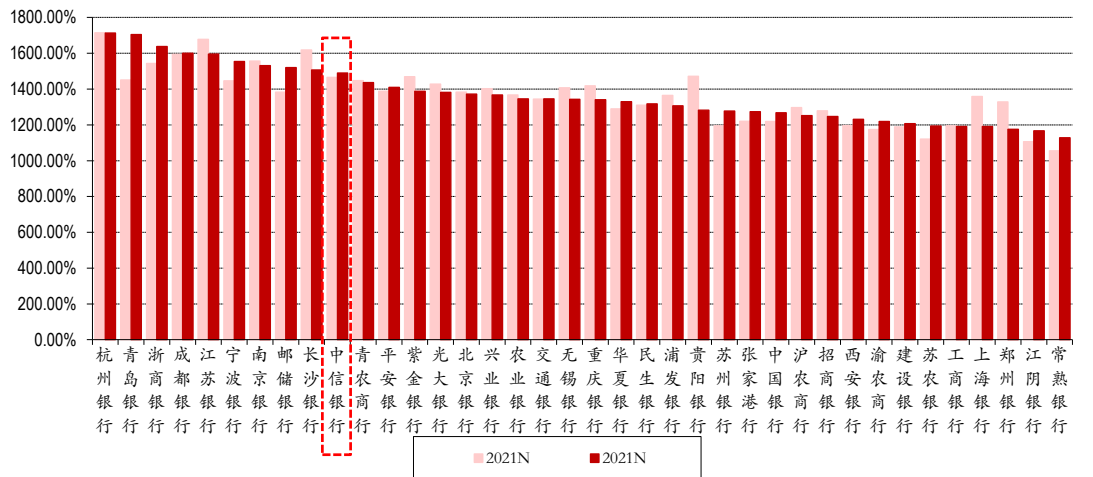
资料来源：上市银行年报，中银证券

图表 30. 上市银行 ROAA



资料来源：上市银行年报，中银证券

图表 31. 上市银行 ROAE/ROAA



资料来源：上市银行年报，中银证券

1、息差略低，对公活期优势较为突出

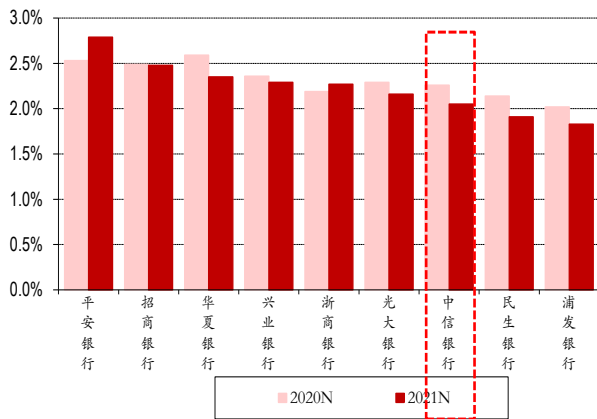
净息差相对可比股份行同业表现中等略偏低，主要资产方贷款和债券收益偏低，而存款成本较低，负债成本有一定优势但不显著。

中信银行净息差处于全部上市银行、股份行中等略偏低水平，源于资产方收益率较低，负债方成本亦较低。公司存贷利差表现好于净息差。

资产方收益率居于股份行中等偏低水平，主要原因贷款和债券收益均偏低。（1）资产结构与股份行基本一致，贷款占比略高。贷款中，零售占比较高，其中按揭较高，票据占比较高。（2）资产方收益率上，贷款收益率偏低，债券收益率亦偏低。贷款收益率较低的主要原因：第一，票据占比较高，对公贷款收益率中等，第二，个人贷款收益较低。按揭贷款占比较高，信用卡等业务风险偏好下降。

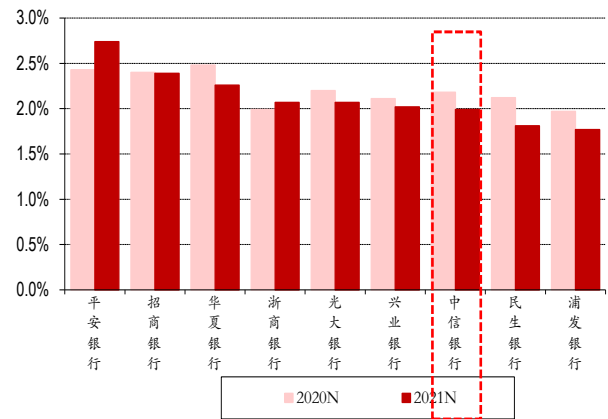
负债方成本居于股份行中等偏低水平，主要存款占比较低，发债成本略高。（1）负债结构上，存款占比居于股份行中游，股份行整体存款占比较低。（2）负债成本较低，或源于存款成本较低，进一步拆分，主要对公活期占比较高，同业负债成本较低，发债成本略高。

图表 32. 可比银行净息差 (单位: %)



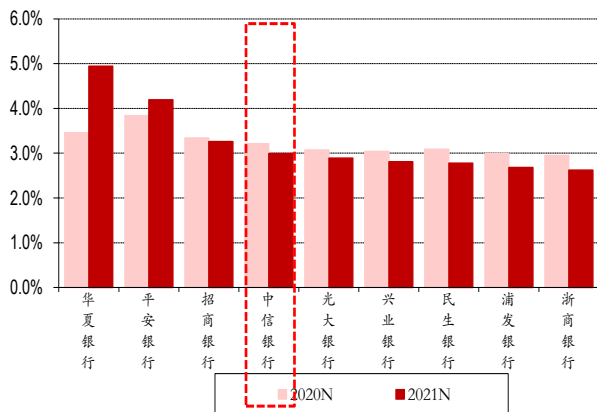
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 33. 可比银行净利差 (单位: %)



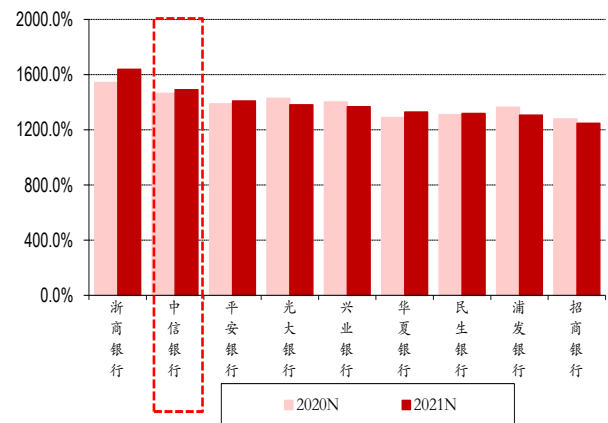
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 34. 可比银行存贷利差 (单位: %)



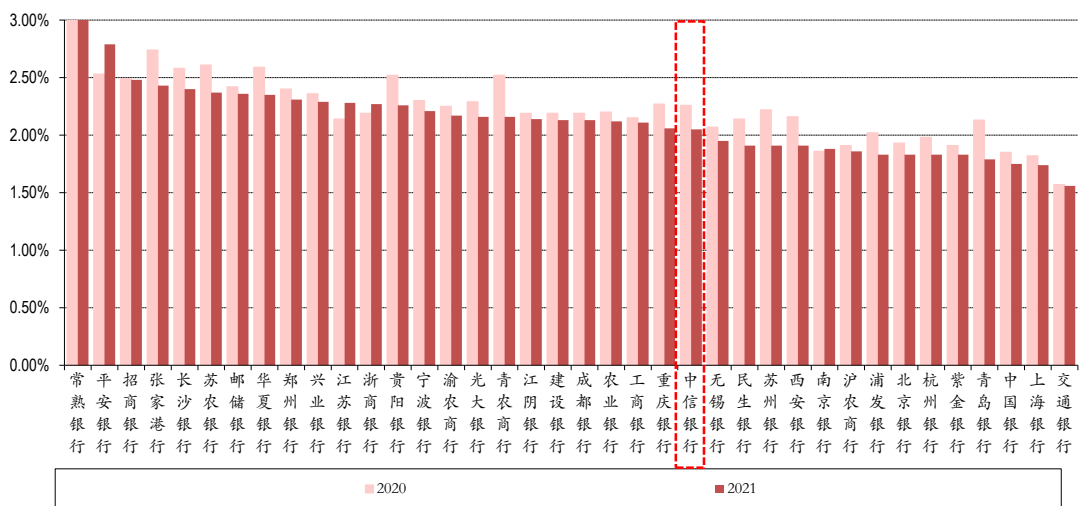
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 35. 可比银行杠杆 (单位: %)



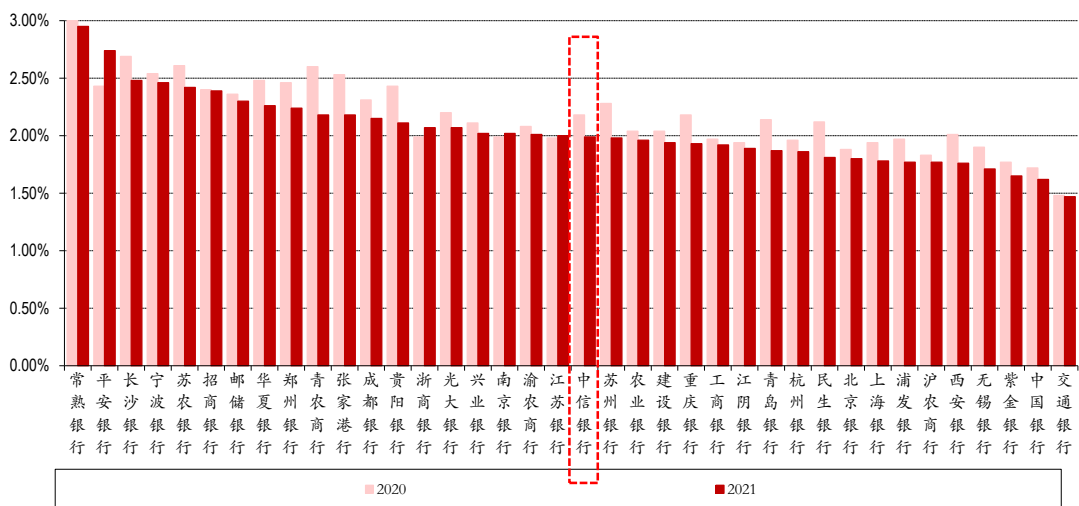
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 36. 上市银行净息差对比 (单位: %)



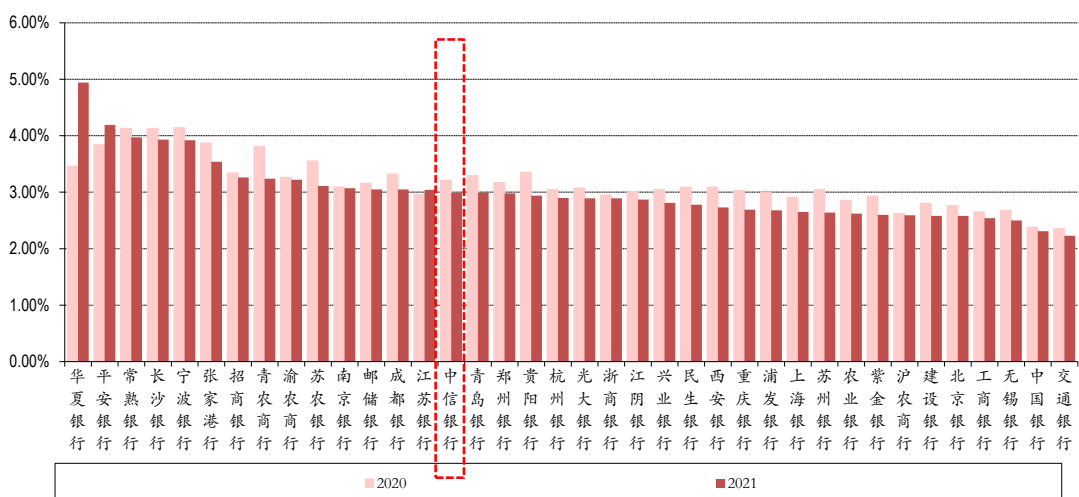
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 37. 上市银行净利差对比 (单位: %)



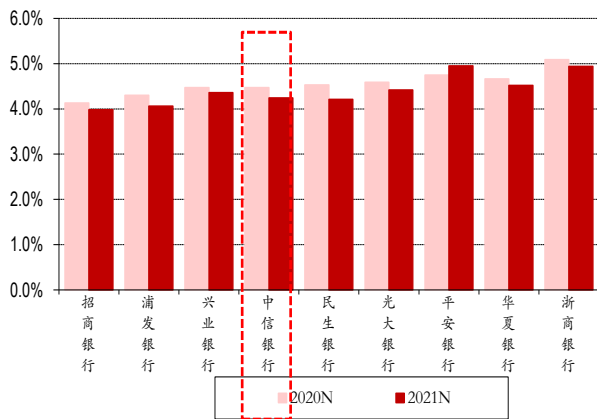
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 38. 上市银行存贷利差 (单位: %)



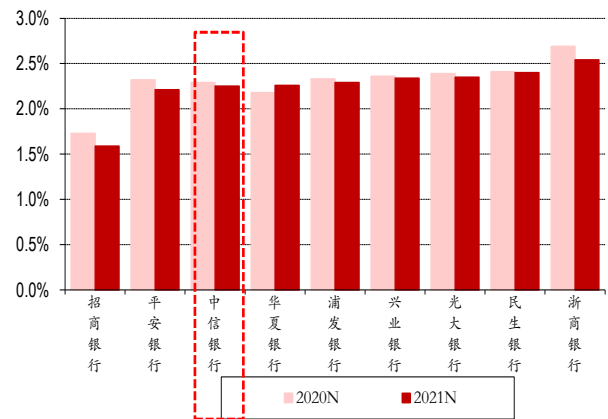
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 39. 可比银行资产收益率 (单位: %)



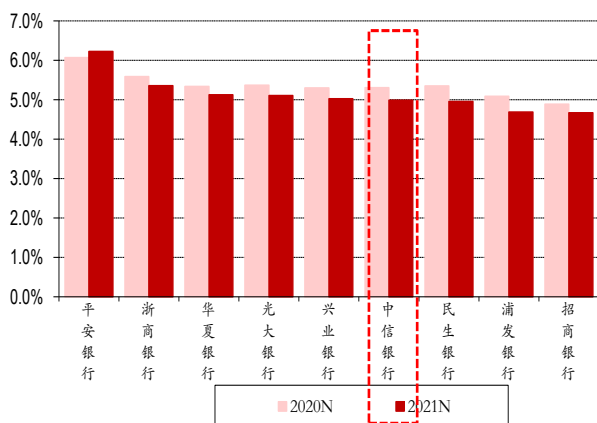
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 40. 可比银行负债成本率 (单位: %)



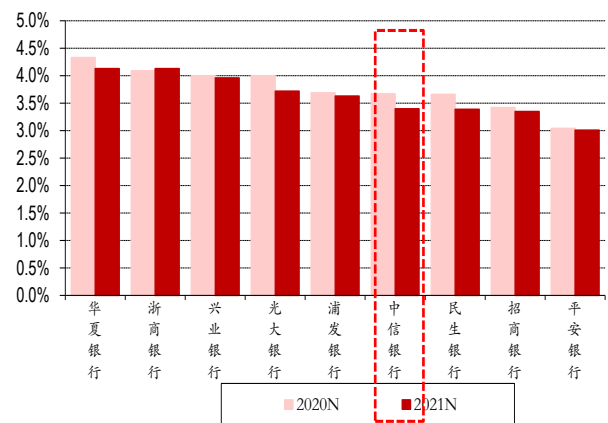
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 41. 可比银行贷款收益率 (单位: %)



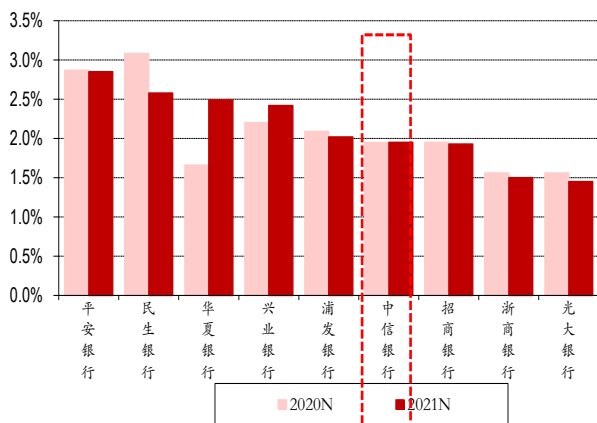
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 42. 可比银行债券收益率 (单位: %)



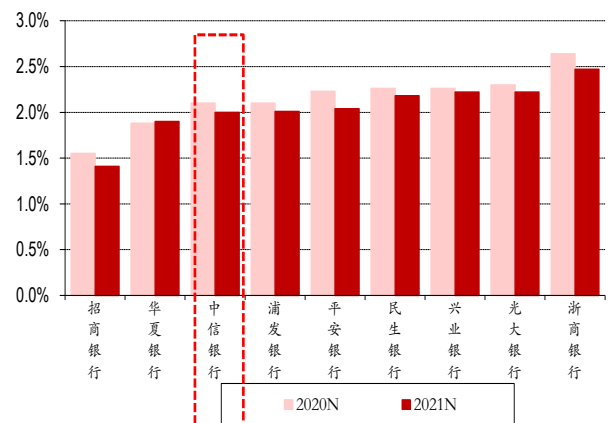
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 43. 可比银行同业资产收益率 (单位: %)



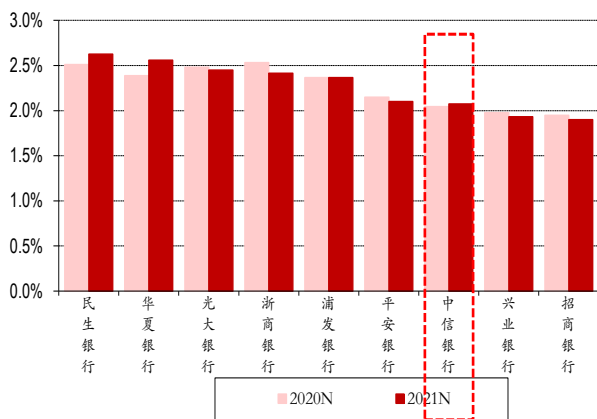
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 44. 可比银行存款成本率 (单位: %)



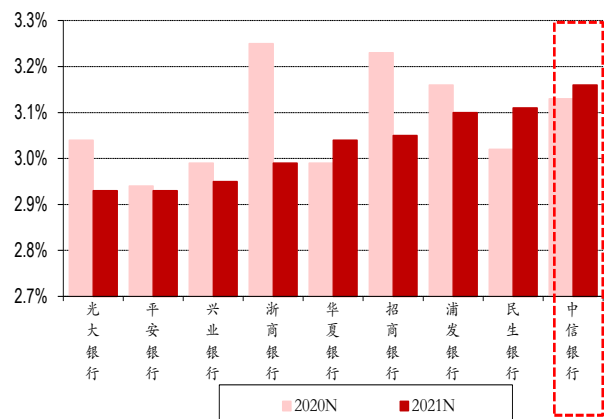
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 45. 可比银行同业负债收益率 (单位: %)



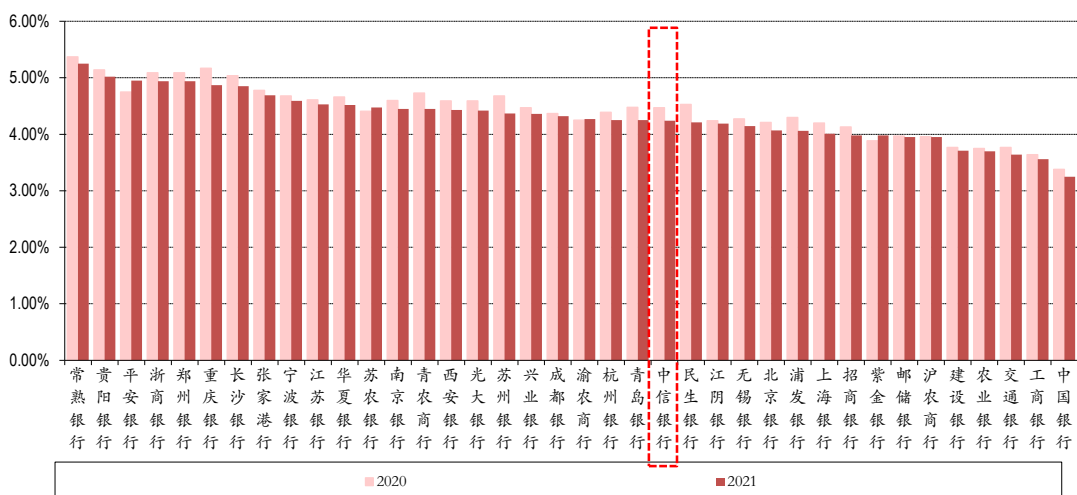
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 46. 可比银行发行债券成本率 (单位: %)



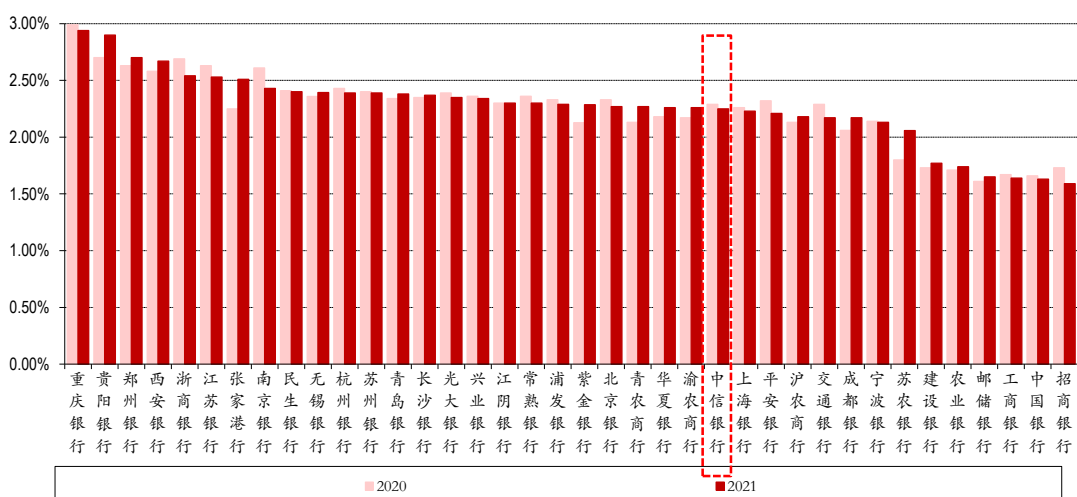
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 47. 上市银行资产收益率 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 48. 上市银行负债成本率 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 49. 2021N 上市银行资产结构对比 (单位: %)

	工商	建设	农业	中国	邮储	交通	招商	浦发	兴业	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商银行	北京	上海	江苏	南京	宁波	杭州	长沙	成都	重庆	贵阳	青岛	苏州	西安	郑州	沪农	渝农	青农	紫金	无锡	苏农	江阴	常熟	张家港	六六	股份	城商	农商	合计		
贷款比例	61%	64%	60%	62%	52%	59%	63%	61%	58%	62%	62%	59%	65%	62%	62%	56%	48%	55%	46%	49%	53%	47%	51%	52%	45%	49%	46%	54%	55%	59%	42%	61%	69%	60%	62%	61%	67%	62%	61%	50%	56%	60%			
对公贷款/贷款	60%	55%	57%	60%	36%	64%	38%	51%	51%	49%	51%	55%	33%	66%	57%	57%	61%	53%	67%	55%	57%	55%	75%	60%	62%	70%	55%	50%	71%	69%	49%	60%	62%	63%	62%	67%	38%	48%	57%	49%	60%	59%	55%		
个人贷款/贷款	39%	43%	42%	40%	59%	36%	55%	40%	43%	43%	44%	44%	64%	30%	29%	36%	33%	41%	31%	39%	42%	26%	33%	19%	32%	37%	39%	27%	33%	48%	39%	29%	22%	26%	24%	62%	45%	42%	45%	35%	38%	42%			
按揭占比	31%	35%	31%	31%	34%	23%	25%	19%	26%	20%	15%	17%	9%	14%	7%	12%	13%	18%	11%	4%	14%	16%	22%	14%	7%	19%	15%	14%	12%	20%	18%	31%	0%	15%	9%	12%	9%	10%	32%	19%	15%	15%	27%		
其他个人贷款占比	8%	9%	11%	8%	25%	12%	30%	21%	17%	23%	29%	27%	54%	16%	22%	15%	20%	20%	35%	25%	26%	33%	19%	12%	13%	21%	25%	12%	14%	31%	8%	29%	7%	17%	12%	54%	62%	5%	10%	26%	20%	23%	15%		
信用卡	3%	5%	4%	3%	3%	8%	15%	9%	10%	11%	12%	14%	21%	8%	3%	1%	2%	1%	0%	0%	6%	2%	5%	7%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	6%	0%	0%	1%	2%	1%	2%	0%	4%	12%	2%	1%	6%	
票据/贷款	3%	2%	3%	2%	7%	2%	8%	10%	7%	10%	7%	3%	5%	6%	6%	9%	8%	8%	4%	8%	6%	4%	1%	9%	1%	7%	11%	10%	5%	11%	5%	3%	12%	11%	14%	11%	4%	9%	3%	7%	7%	8%	4%		
其他	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
债券投资比例	27%	26%	29%	24%	35%	31%	24%	30%	36%	30%	31%	33%	27%	32%	30%	33%	40%	36%	47%	50%	48%	46%	35%	36%	50%	38%	38%	38%	37%	31%	42%	27%	23%	34%	28%	34%	25%	33%	28%	30%	41%	35%	30%		
央行比例	4%	3%	5%	7%	5%	6%	6%	5%	5%	6%	5%	7%	7%	5%	7%	5%	6%	5%	6%	5%	6%	7%	8%	6%	6%	11%	4%	7%	6%	5%	9%	6%	0%	7%	5%	7%	6%	9%	6%	6%	4%	8%	5%		
同业比例	4%	3%	5%	7%	5%	6%	6%	5%	5%	6%	5%	7%	7%	5%	7%	5%	6%	5%	6%	5%	6%	7%	8%	6%	6%	11%	4%	7%	6%	5%	9%	6%	0%	7%	5%	7%	6%	9%	6%	6%	4%	8%	5%		
存放同业	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	0%	2%	0%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	0%	2%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

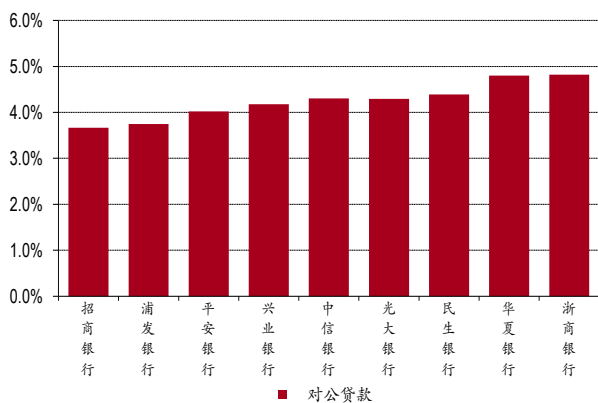
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 50. 2021N 上市银行贷款结构对比 (单位: %)

贷款结构	工商	建设	农业	中国	邮储	交通	招商	浦发	兴业	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商银行	北京	上海	江苏	南京	宁波	杭州	长沙	成都	重庆	贵阳	青岛	苏州	西安	郑州	沪农	渝农	青农	紫金	无锡	苏农	江阴	常熟	张家港	六六	股份	城商	农商	合计		
制造业	13%	15%	17%	20%	15%	17%	15%	18%	18%	15%	16%	18%	15%	13%	20%	11%	7%	20%	12%	26%	14%	15%	10%	12%	7%	21%	31%	9%	6%	16%	19%	13%	8%	26%	4%	26%	4%	4%	26%	4%	4%	26%	4%	4%	26%
批发和零售业	4%	9%	6%	22%	6%	5%	7%	7%	10%	7%	12%	8%	10%	10%	14%	9%	8%	11%	11%	16%	7%	11%	7%	8%	11%	13%	14%	9%	16%	6%	4%	19%	18%	12%	16%	8%	18%	10%	10%	10%	10%	10%	10%		
基建	55%	50%	54%	31%	52%	49%	41%	38%	37%	44%	42%	39%	17%	48%	30%	42%	41%	36%	54%	39%	59%	39%	59%	55%	26%	31%	38%	34%	42%	21%	58%	55%	32%	35%	14%	24%	22%	24%	22%	24%	22%	24%	22%	24%	
交通运输	23%	18%	21%	19%	31%	18%	21%	8%	6%	6%	6%	5%	4%	1%	7%	2%	2%	0%	0%	3%	1%	2%	2%	1%	2%	2%	1%	8%	2%	3%	2%	4%	7%	23%	2%	1%	1%	0%	2%	1%	0%	2%			
电力、燃气	9%	10%	10%	9%	10%	6%	9%	6%	5%	4%	4%	3%	2%	4%	2%	6%	0%	2%	1%	2%	1%	3%	3%	3%	1%	2%	2%	1%	0%	8%	9%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%		
水利、环境	11%	6%	7%	3%	5%	9%	3%	7%	10%	16%	8%	17%	0%	11%	6%	11%	11%	10%	4%	6%	37%	23%	25%	25%	9%	13%	13%	18%	21%	0%	22%	11%	14%	5%	1%	8%	9%	5%	1%	8%	9%	5%			
租赁和商务	13%	17%	15%	10%	6%	16%	8%	17%	16%	19%	24%	13%	10%	28%	22%	18%	26%	22%	48%	28%	20%	11%	29%	25%	8%	13%	20%	11%	17%	18%	21%	13%	13%	30%	10%	12%	12%	12%	14%	12%	14%	12%	14%		
房地产业	6%	8%	9%	13%	6%	10%	19%	13%	14%	12%	17%	11%	22%	9%	39%	12%	20%	11%	6%	7%	11%	6%	9%	6%	9%	14%	7%	10%	18%	28%	2%	6%	0%	1%	1%	2%	1%	1%	2%	1%	1%	2%	1%		
建筑业	3%	4%	3%	3%	5%	4%	6%	7%	6%	4%	5%	7%	5%	7%	7%	5%	5%	5%	2%	6%	4%	15%	5%	10%	30%	19%	13%	17%	10%	3%	2%	3%	14%	4%	10%	6%	0%	7%	0%	7%	0%	7%			
采矿业	2%	3%	2%	3%	3%	2%	3%	3%	0%	4%	0%	2%	1%	1%	2%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
其他	15%	10%	5%	7%	13%	10%	11%	12%	5%	15%	-2%	15%	19%	10%	9%	11%	14%	8%	14%	6%	0%	11%	9%	7%	13%	9%	2%	10%	7%	27%	15%	15%	9%	7%	9%	9%	7%	9%	9%	7%	9%	9%			

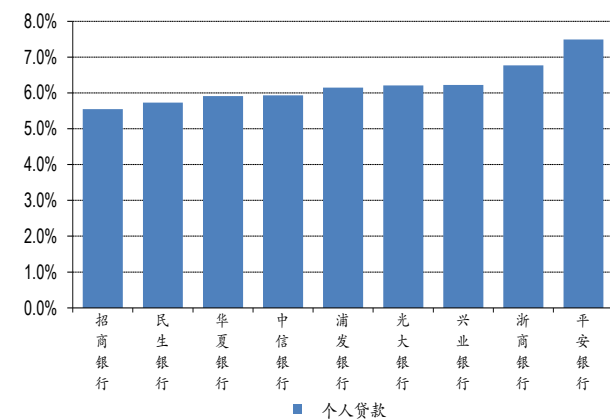
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 51. 2021 年可比银行对公贷款收益率 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券
注: 含票据贴现, 平安银行不含票据

图表 52. 2021 年可比零售贷款收益率 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 53. 2021 上市银行负债结构对比 (单位: %)

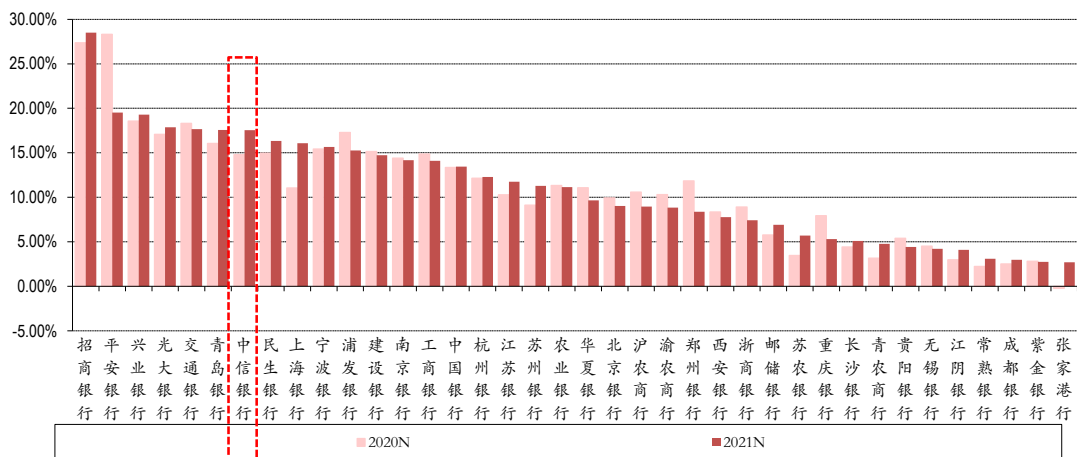
	工商	建设	农业	中国	邮储	交通	招商	浦发	兴业	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商银行	北京	上海	江苏	南京	宁波	杭州	长沙	成都	重庆	贵阳	青岛	苏州	西安	郑州	沪农	渝农	青农	紫金	无锡	苏农	江阴	常熟	张家港	六六	股份	城商	农商	合计
计息负债	96%	96%	98%	97%	99%	89%	96%	98%	97%	96%	96%	100%	97%	98%	93%	93%	93%	95%	98%	95%	98%	99%	99%	99%	98%	99%	99%	97%	93%	99%	96%	96%	97%	95%	99%	96%	96%	97%	95%	99%	96%	96%	
存款占比	87%	84%	84%	77%	97%	74%	79%	61%	56%	66%	62%	68%	0.5%	68%	6.4%	61%	62%	68%	60%	64%	70%	77%	60%	66%	66%	67%	74%	63%	82%	66%	87%	84%	87%	85%	85%	84%	85%	84%	85%	84%	85%	84%	85%
同业比例	11%	11%	10%	17%	2%	21%	15%	21%	29%	21%	26%	18%	13%	26%	16%	0.22%	28%	20%	18%	19%	15%	10%	10%	19%	17%	15%	16%	4%	20%	10%	14%	11%	6%	8%	8%	12%	9%	10%	10%	10%	10%		
发行债券	3%	5%	6%	6%	1%	5%	6%	18%	15%	13%	14%	19%	17%	16%	0.14%	11%	18%	14%	22%	21%	20%	13%	21%	16%	19%	16%	22%	18%	8%	20%	3%	10%	5%	7%	3%	7%	6%	3%	7%	6%			
贷款占比	78%	84%	78%	86%	57%	93%	87%	107%	103%	101%	107%	90%	102%	116%	96%	97%	84%	95%	73%	81%	73%	72%	72%	95%	71%	77%	77%	91%	72%	77%	78%	90%	75%	78%	78%	89%	80%	80%	80%	80%	80%		
央行比例	76%	82%	76%	84%	53%	91%	80%	96%	95%	92%	100%	88%	97%	109%	0.89%	77%	87%	70%	75%	68%	69%	71%	86%	70%	71%	69%	72%	87%	64%	73%	76%	79%	67%	67%	69%	86%	73%	67%	67%	69%	86%	73%	

资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 54. 2021 上市银行存款结构对比 (单位: %)

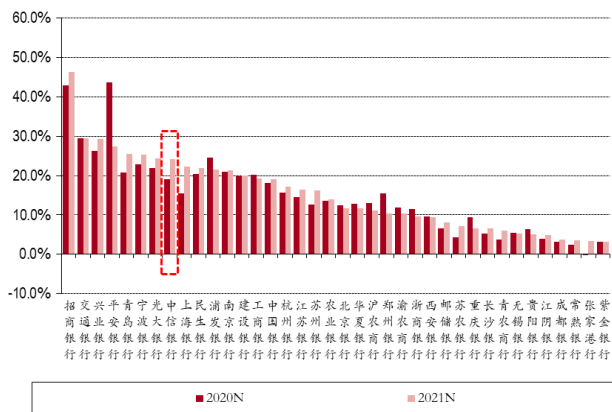
	工商	建设	农业	中国	邮储	交通	招商	浦发	兴业	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商银行	北京	上海	江苏	南京	宁波	杭州	长沙	成都	重庆	贵阳	青岛	苏州	西安	郑州	沪农	渝农	青农	紫金	无锡	苏农	江阴	常熟	张家港	六六	股份	城商	农商	合计	
企业活期存款	28%	30%	25%	29%	8%	29%	42%	39%	33%	41%	32%	29%	35%	41%	35%	31%	27%	24%	34%	48%	33%	35%	21%	25%	37%	27%	26%	28%	29%	14%	28%	27%	21%	32%	23%	16%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
个人活期存款	20%	22%	27%	19%	27%	12%	24%	8%	8%	6%	7%	8%	7%	5%	8%	7%	6%	4%	7%	5%	15%	8%	5%	11%	9%	11%	8%	11%	8%	17%	20%	9%	11%	11%	13%	9%	11%	11%	13%	9%	11%	13%	9%	
企业定期存款	22%	18%	13%	24%	4%	35%	22%	37%	40%	37%	46%	44%	44%	34%	46%	32%	42%	35%	49%	41%	32%	22%	23%	31%	27%	25%	23%	16%	6%	22%	21%	29%	15%	16%	13%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%		
个人定期存款	27%	29%	32%	25%	62%	22%	11%	15%	11%	14%	15%	16%	18%	13%	18%	17%	20%	23%	19%	13%	11%	26%	30%	37%	30%	25%	31%	41%	27%	39%	63%	27%	42%	37%	33%	40%	50%	43%	43%	43%	43%			
其他	2%	2%	2%	3%	0%	1%	1%	1%	9%	1%	0%	10%	0%	11%	0%	6%	0%	9%	6%	1%	3%	2%	4%	5%	3%	1%	7%	2%	10%	1%	1%	2%	2%	4%	9%	10%	8%	0%	0%	0%	0%			

图表 55. 上市银行手续费占比 (单位: %)



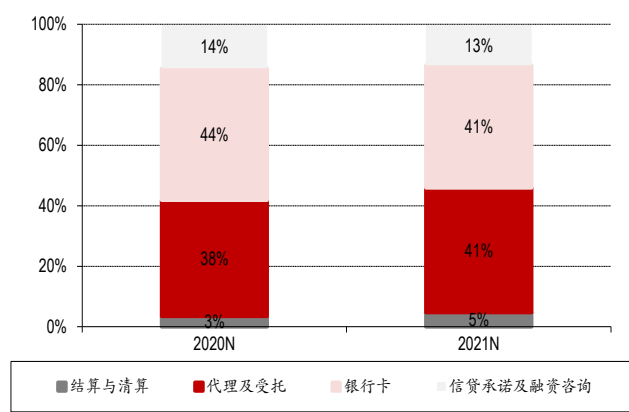
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 56. 中信银行手续费/净利息占比 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 57. 中信银行手续费结构图 (单位: %)

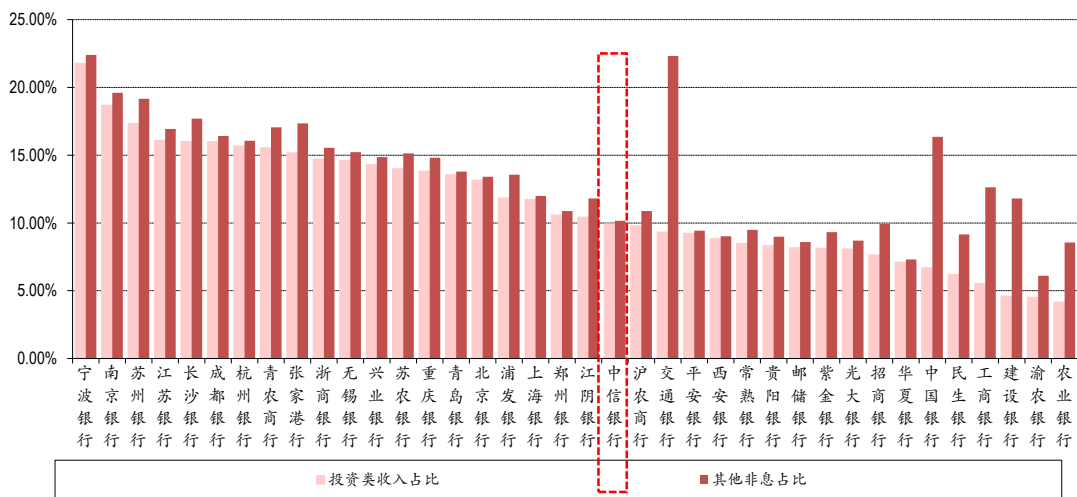


资料来源: 上市公司公告, 中银证券

3、投资类收入占比居于股份行中游

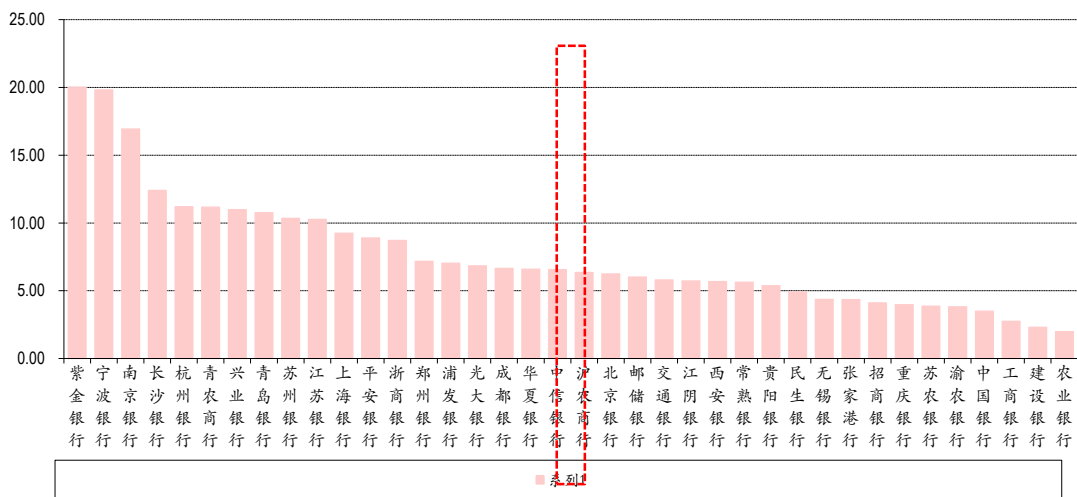
中信银行投资类资产和收入占比与股份行同业一致, 占比低于城商行, 高于大行。公司 2021 年其他非息占比收入 10%, 主要均为投资类相关收入, 1 季度利息净收入和手续费净收入放缓后, 占比达到 13.7%。投资类中公允价值计量且其变动计入当期损益的资产占比 6%, 处于股份行较低水平, 公允价值计量且其变动计入其他综合收益的资产占比 8%, 处于股份行较高水平, 投资类全部资产占比位于股份行中游。

图表 58. 2021 年上市银行投资类收入占比 (单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 59. 2021 年上市银行交易类占比总资产 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 60. 2021 上市银行投资等相关收入占比 (单位: %)

	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	邮储银行	交通银行	招商银行	浦发银行	兴业银行	中信银行	民生银行	光大银行	平安银行	华夏银行	浙商银行	北京银行	上海银行	江苏银行	南京银行	宁波银行	杭州银行	长沙银行	成都银行	重庆银行	贵阳银行	青岛银行	郑州银行	苏州银行	西安银行	沪农商行	渝农商行	青农商行	青农商行	紫金银行	无锡银行	苏农商行	江阴银行	常熟银行	张家港行	
免税收入/营业收入	5%	6%	6%	5%	5%	7%	4%	5%	7%	5%	5%	4%	3%	4%	3%	6%	8%	6%	7%	9%	4%	0%	7%	3%	0%	5%	4%	5%	4%	4%	8%	5%	7%	14%	4%	7%				
投资类收入占比	6%	5%	4%	7%	8%	9%	8%	12%	14%	10%	6%	8%	9%	7%	15%	13%	12%	16%	19%	22%	16%	16%	16%	14%	8%	14%	11%	17%	9%	10%	5%	16%	8%	15%	14%	10%	8%	15%		
其他非息占比	13%	12%	9%	16%	9%	22%	10%	14%	15%	10%	9%	9%	7%	16%	13%	12%	17%	20%	22%	16%	18%	16%	15%	9%	14%	11%	19%	9%	11%	6%	17%	9%	15%	15%	12%	9%	17%			
非投资类其他非息	7%	7%	4%	10%	0%	13%	2%	2%	1%	0%	3%	1%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	2%	0%	1%	1%	0%	0%	2%	0%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%				
投资类收入+免税	11%	10%	10%	12%	13%	17%	11%	17%	21%	15%	12%	12%	12%	11%	18%	19%	20%	22%	26%	31%	20%	16%	23%	17%	8%	19%	14%	22%	16%	14%	9%	23%	13%	21%	20%	24%	13%	22%		
其他综合收益/营业收入	-2%	3%	5%	0%	4%	-2%	1%	1%	1%	0%	2%	1%	1%	1%	3%	-4%	4%	2%	8%	7%	1%	6%	-1%	7%	-2%	-4%	1%	7%	-1%	7%	3%	1%	14%	3%	7%	8%				
投资相关收益/营业收入	9%	13%	15%	12%	17%	15%	18%	22%	15%	12%	14%	14%	11%	19%	22%	24%	26%	28%	38%	27%	16%	23%	23%	7%	26%	13%	26%	17%	21%	7%	30%	16%	23%	34%	27%	20%	30%			

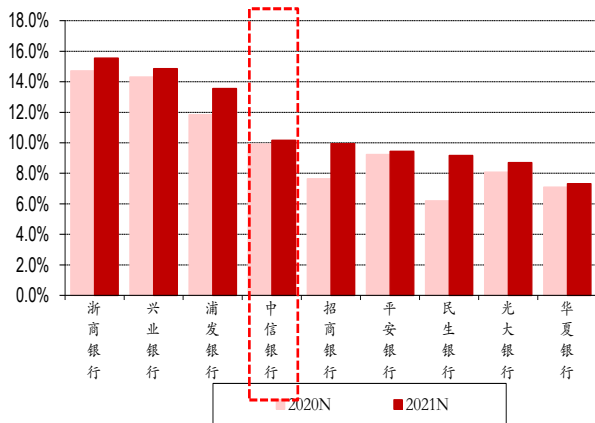
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 61. 2021 上市银行金融投资等相关占比 (单位: %)

	招商银行	浦发银行	兴业银行	中信银行	民生银行	光大银行	平安银行	华夏银行	浙商银行
贵金属	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
衍生金融资产	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	4%	6%	11%	6%	4%	7%	8%	6%	8%
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	7%	6%	6%	8%	6%	6%	3%	5%	4%
以摊余成本计量的金融资产	13%	16%	19%	15%	19%	19%	15%	20%	16%
投资相关占比	24%	29%	35%	29%	30%	31%	27%	31%	29%

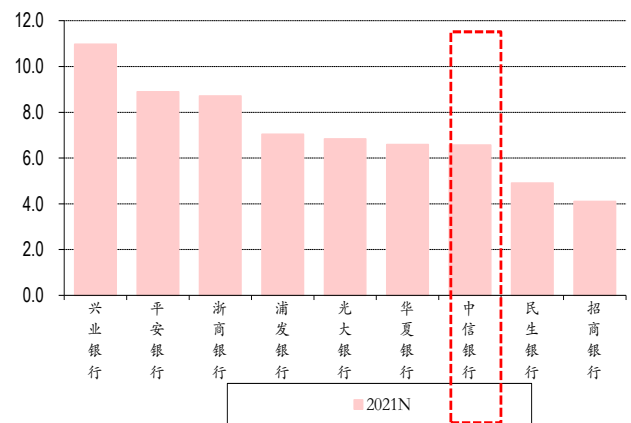
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 62. 中信银行投资收入占比 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 63. 中信银行 2021N 交易类占比总资产 (单位: %)

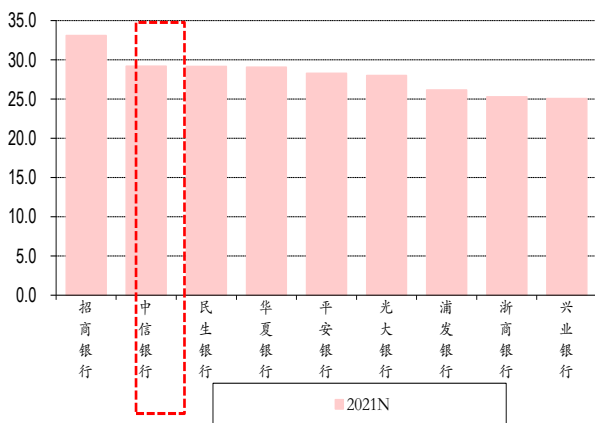


资料来源: 上市公司公告, 中银证券

4、成本收入比位于股份行中游

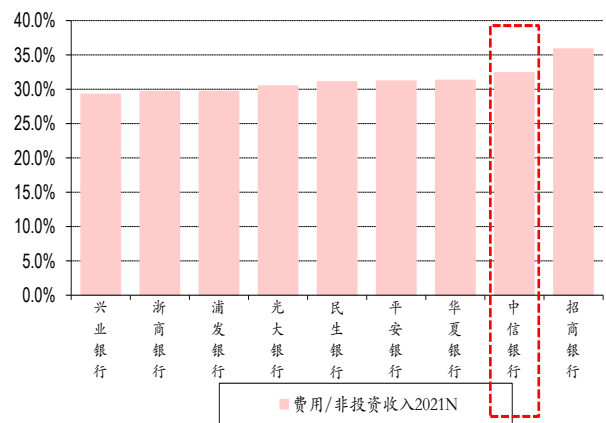
2021 年中信银行成本收入在股份行同业中处于较高水平, 简单剔除投资类收入, 成本收入比仍较高。一方面, 2021 年公司在新三年规划的第一年, 在零售战略转型的过程中, 公司明确增加投入。另一方面, 公司前几年费用增速持续低位, 随着疫情后经济好转, 存量问题处置, 费用增长有所回升。拉长时间维度来看, 中信银行成本收入比位于股份行中等水平。

图表 64. 股份行成本收入占比 (单位: %)



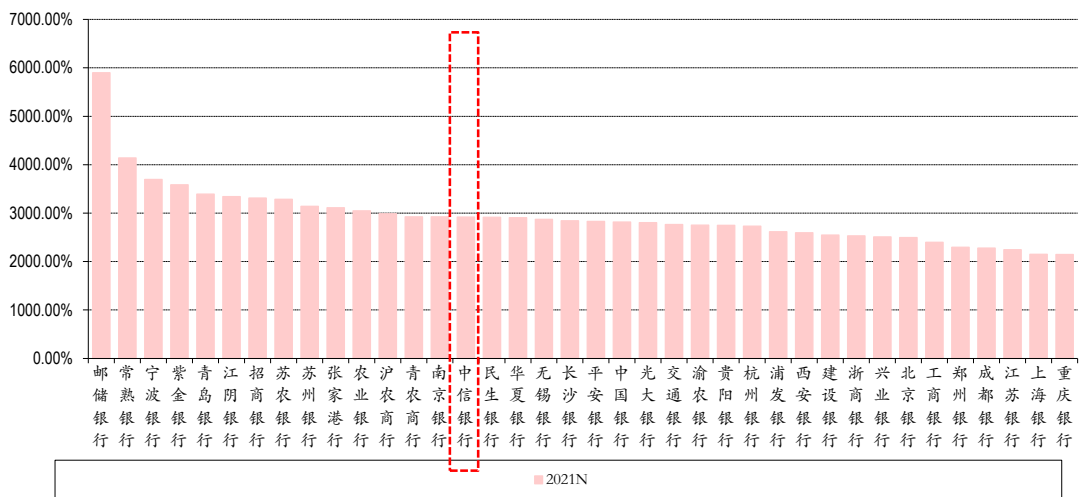
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 65. 股份行成本收入占比 (单位: %)



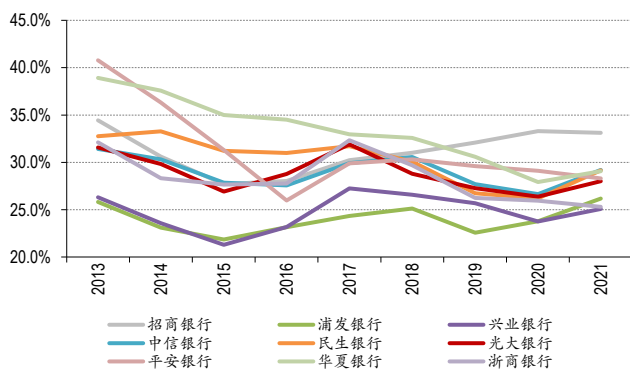
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 66. 上市银行成本收入比对比 (单位: %)



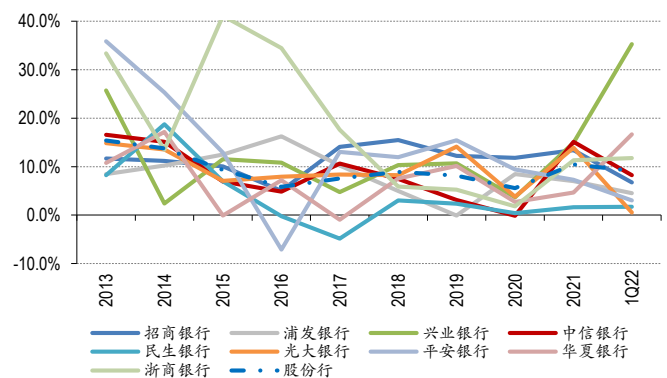
资料来源: 万得, 中银证券

图表 67. 股份行历史成本收入比 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 68. 股份行业务及管理费增长 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

5、存量风险持续出清, 拨备有待提升

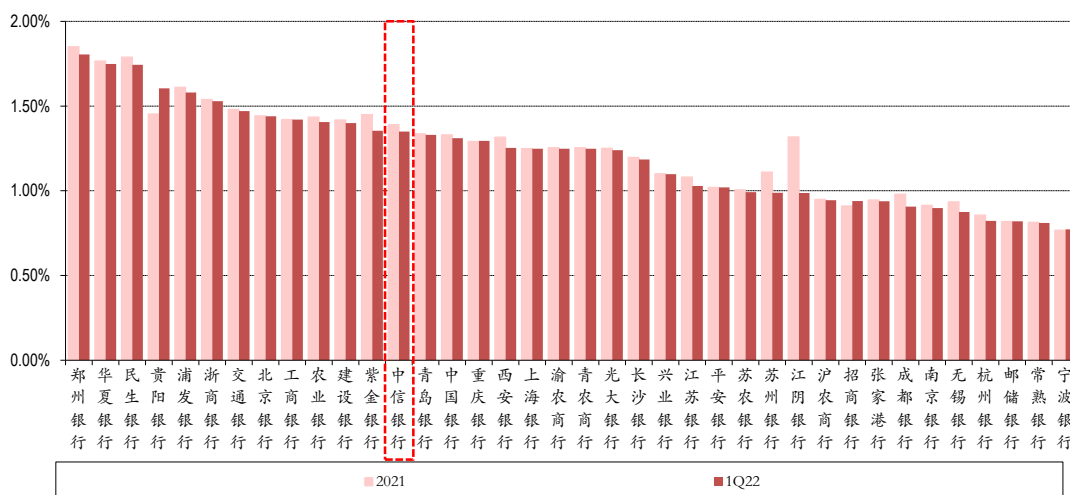
存量风险持续出清。从过去五年的核销和已经确认的不良和关注 (参见图表) 来看, 存量问题已经获得较大处置和暴露。2021 年公司对公和零售不良率同时下行。从对公行业来看, 公司过去几年制造业和批发零售不良逐步下降, 建筑、房地产、政信类、居民服务有所上升。2021 年不良主要来自制造业和房地产。未来压力或主要来自房地产, 从已经公布房地产表内表外数据的银行来看, 中信银行表内房地产贷款已经确认不良率 3.63% 较高, 承担信用风险房地产融资和不承担信用风险的代销等规模相对已公布数据可比同业均较低 (见图 84)。零售贷款看, 从公布数据看, 2020 年信用卡不良率高位后, 2021 年有所回落, 对应零售总体不良率 2020 年小幅上升后, 有所回落。从区位上看, 存量不良主要分布在环渤海、西部区域, 这些区域正在改善, 增量主要源于珠三角个别大额客户出现风险降级。

存量风险压力缓解伊始, 资产质量和拨备处于股份行中游, 在全部商业银行中绝对位置尚待改善。目前公司绝对资产质量处在股份行中游。不良率股份行中等, 不良+关注占比股份行较低水平。不良确认情况, 90 天以上不良确认充分, 逾期/不良较高, 新发逾期确认较慢。拨备覆盖率处于股份行中等水平, 拨贷比处于股份行中等水平, 在全部上市银行中处于行业偏弱水平。随着不良生成的下降, 信用成本亦有所下降。此外, 今年以来疫情或仍对资产质量有扰动。

持续优化风险管理体系。参考 2021 年报，主要强调“有收有放”的差异化授信策略，通过从授信准入到贷后强化全流程控制，强化全行统一的风险偏好和控制。具体包括：严控授信准入，对新增授信客户实施“白名单”准入；持续完善审批体系，确保全行统一风险偏好的执行；加大贷后检查力度，建立大额重点客户风险监测机制；深化责任体系建设，明确责任链条；不断强化营销指引、审查审批标准、考核和资源配置政策协同，推动资产结构优化和资产质量提升。此外，零售端，特别是信用卡风险偏好亦下降，未来资产质量压力或缓解。

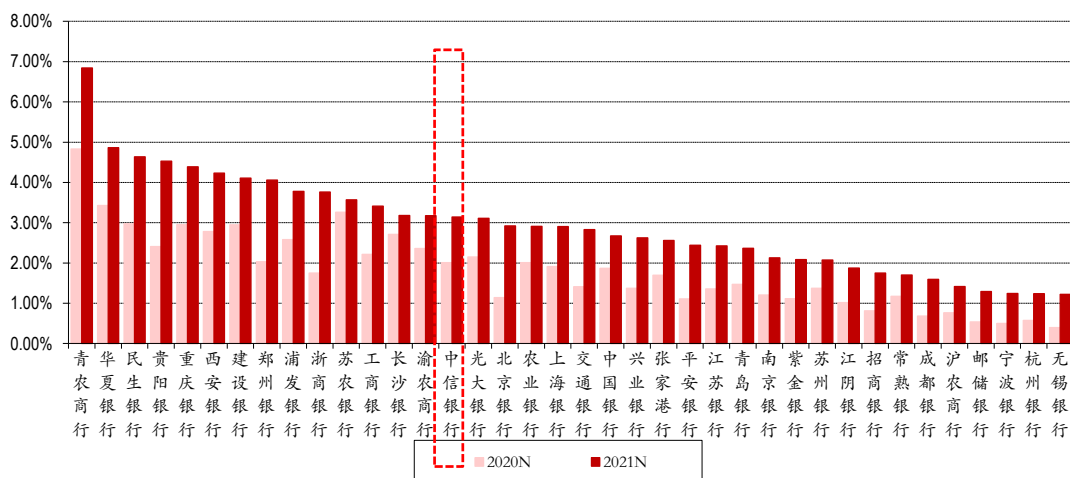
公司资产质量压力或持续边际趋缓。一方面公司区位分布环渤海占比较高，客群基础偏弱，风险定价相对更有压力。另一方面，前期一些风险事件影响。随着公司管理层趋于稳定，风险管控体系持续强化，新的战略不断落地，客户基础渐进优化。存量风险或缓解，新增不良或好于历史。

图表 69. 上市银行不良率



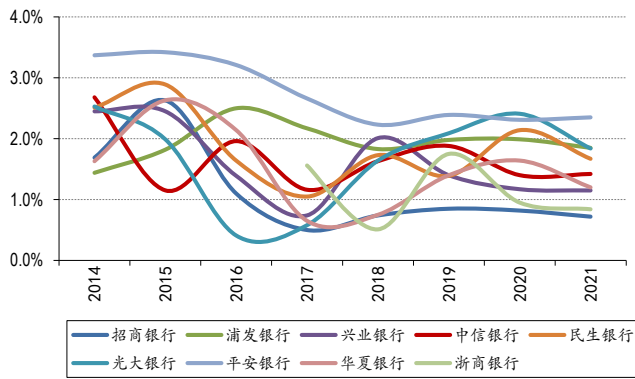
资料来源：万得，中银证券

图表 70. 上市银行不良率+关注贷款占比 (单位：%)



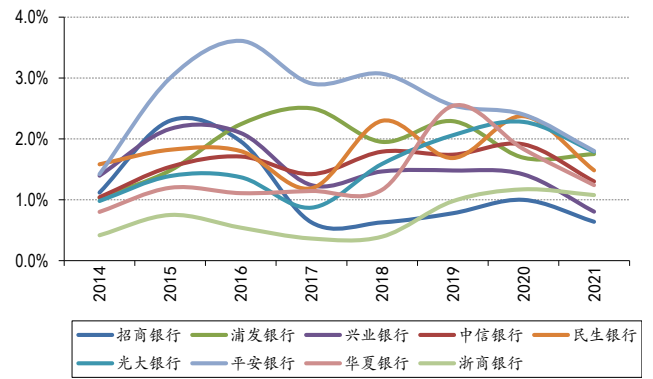
资料来源：万得，中银证券

图表 77. 逾期生成率 (单位: %)



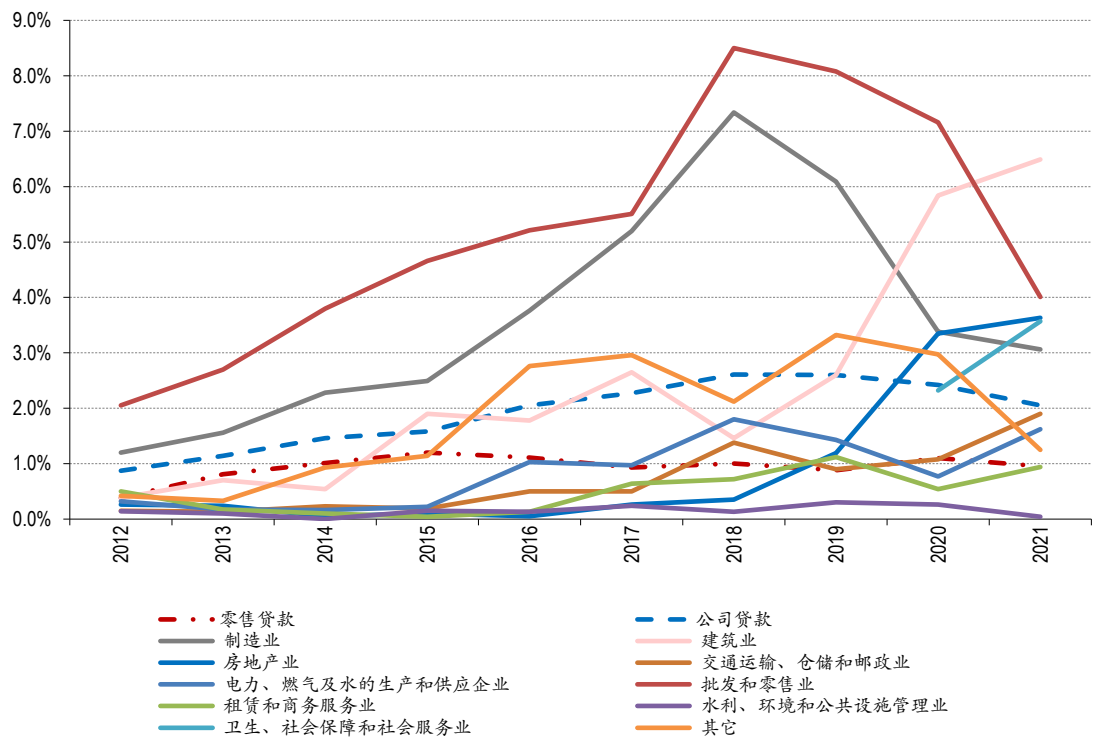
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 78. 不良生成率 (单位: %)



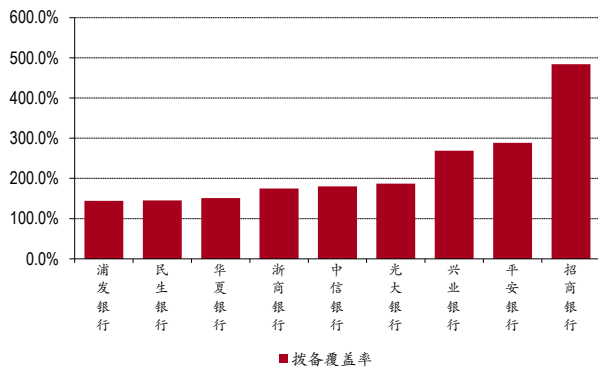
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 79. 对公各行业不良率情况 (单位: %)



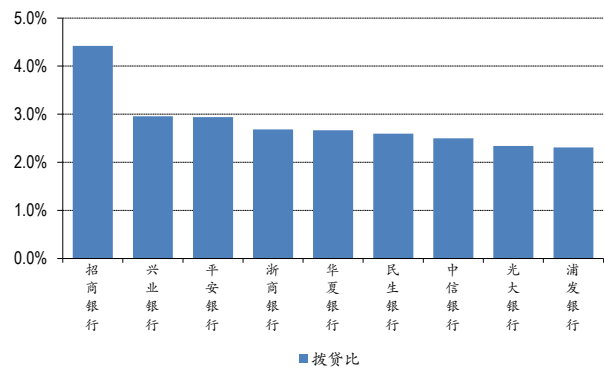
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 80. 拨备覆盖率 (单位: %)



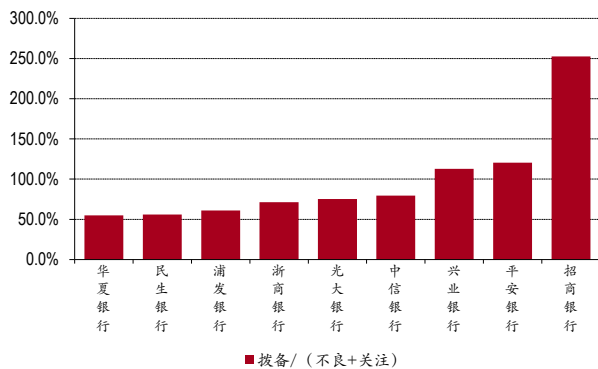
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 81. 拨贷比 (单位: %)



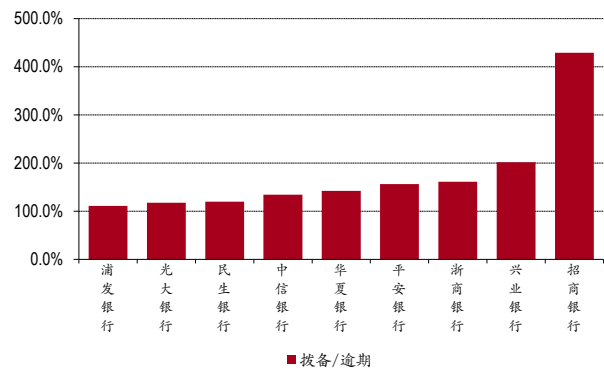
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 82. 拨备/(不良+关注) (单位: %)



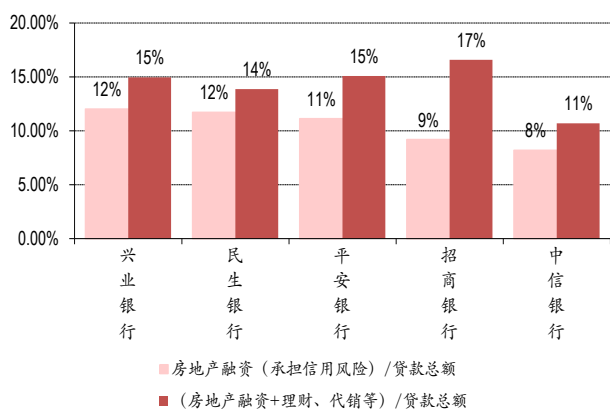
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 83. 拨备/逾期 (单位: %)



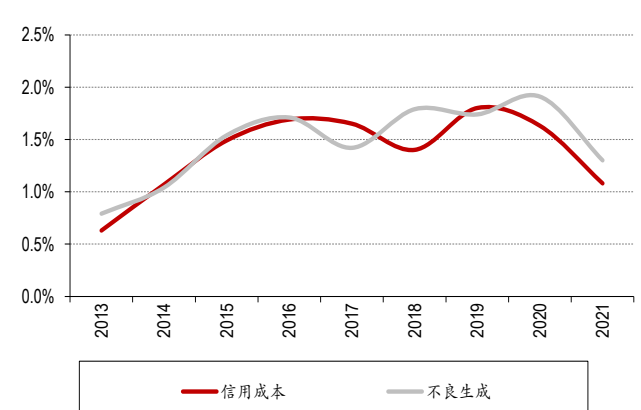
资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 84. 房地产融资占比 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 85. 信用成本 (单位: %)

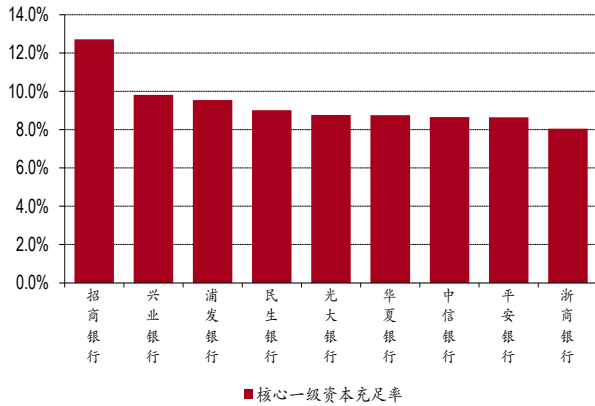


资料来源: 上市公司公告, 中银证券

6、核心一级资本略低

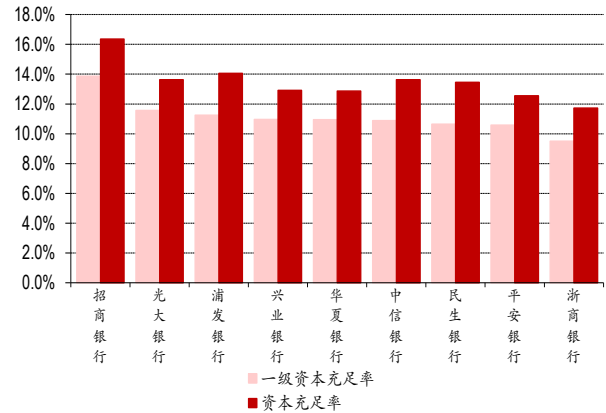
公司核心一级资本处于股份行较低水平，参考监管要求，公司资本水平达标，资本缓冲水平低于同业，或有资本缓冲需求。公司已经公告配股方案，如发行完成或缓解核心一级资本压力。

图表 86. 2022Q1 核心一级资本充足率 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

图表 87. 2022Q1 一级资本和资本充足率 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告, 中银证券

五、管理改善或逐步带动财务和盈利模式转变

中长期来看，随着存量资产质量问题的缓解，公司战略逐步落地，管理改善有望逐步带动财务优化和盈利模式转变，这个过程可能是持续渐进发生。短期来看，年内疫情对资产质量、净息差和手续费等仍有一定冲击，会对今年业绩增长有所扰动。

根据对公司基本面的分析给定假设：

第一，2022年，受到疫情冲击，宏观政策减费让利和降息的影响，信贷需求承压，息差持续承压。长期来看，信用成本需要定价，息差或将回归正常。而从公司层面看，随着财富业务持续提升，零售存款或逐步改善，保持对公存款优势，存款整体改善，有利于净息差相对改善。第二，2022年疫情影响，国际冲突升级，资本市场波动，财富手续费业务受到影响。较长时间看，零售业务占比持续提升，财富相关业务持续较快增长，带动手续费持续较快增长。第三，考虑到公司零售转型，未来几年公司成本收入比或低于2021年，相对同业或中游或略高。第四，2022年疫情或再次扰动资产质量，随着存量资产质量问题逐步清理，公司资产质量或持续改善，拨备或逐步提升。

2022年公司经营仍将受到疫情和宏观经济扰动，增速略缓，随着疫情过去和经济修复，公司战略转型不断推进，财富零售业务提升，业绩增长或持续改善。公司绝对估值股份行较低水平，2021年股息率6.37%，处于股份行较高水平，绝对收益可期，相对随股份行同业整体估值修复的同时，相对估值位置或亦有所提升。公司对应2022年PB0.41X，2023年PB0.36X，维持“增持”评级。

图表 88. 可比银行 2021 股息率及预测估值对比

	2023PB	2022PB	2021PB	股息率2021
600036.SH 招商银行	1.09X	1.25X	1.74X	3.71%
600000.SH 浦发银行	0.36X	0.39X	0.46X	5.15%
601166.SH 兴业银行	0.54X	0.61X	0.68X	5.26%
601998.SH 中信银行	0.36X	0.41X	0.46X	6.37%
600016.SH 民生银行	0.28X	0.31X	0.35X	5.76%
601818.SH 光大银行	0.36X	0.4X	0.49X	6.70%
000001.SZ 平安银行	0.69X	0.78X	1X	1.53%
600015.SH 华夏银行			0.37X	6.54%

资料来源：万得，中银证券，PB 基于7月4日股价核算，除中信银行外来自于万得一致预测

风险提示：

资产质量压力反复，经济大幅下行超预期。

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (RMB)					
PE	4.74	4.17	3.85	3.46	3.02
PB	0.50	0.46	0.41	0.36	0.32
PB 扣除商誉	0.50	0.46	0.41	0.36	0.32
EPS	1.00	1.14	1.23	1.37	1.57
BVPS	9.53	10.39	11.63	13.02	14.61
每股拨备前利润	2.88	2.91	3.02	3.30	3.62
驱动性因素(%):					
生息资产增长	10.99	7.32	6.51	7.65	7.69
贷款增长	11.61	8.55	7.00	7.00	7.00
存款增长	12.25	4.76	7.00	7.00	7.00
贷款收益率	5.28	4.99	4.77	4.70	4.72
生息资产收益率	4.23	3.99	3.87	3.84	3.84
存款付息率	2.10	1.97	1.94	1.90	1.90
计息负债付息率	2.28	2.24	2.19	2.17	2.17
净息差	2.14	1.93	1.86	1.86	1.88
风险成本	1.96	1.65	1.47	1.47	1.47
净手续费增速	18.26	(1.74)	3.41	7.01	8.48
成本收入比	26.65	29.20	29.50	29.30	29.30
所得税税率	14.39	13.95	17.50	17.50	16.00
盈利及杜邦分析(%):					
ROAA	0.69	0.72	0.73	0.76	0.81
ROAE	10.82	11.42	11.18	11.10	11.36
净利息收入	2.11	1.90	1.84	1.84	1.86
非净利息收入	0.62	0.73	0.72	0.76	0.81
营业收入	2.73	2.63	2.56	2.60	2.66
营业支出	0.76	0.80	0.78	0.79	0.81
拨备前利润	1.98	1.83	1.78	1.81	1.85
拨备	1.16	0.99	0.89	0.89	0.89
税前利润	0.81	0.84	0.89	0.92	0.97
税收	0.12	0.12	0.16	0.16	0.16
业绩年增长率(%):					
净利息收入	18.26	(1.74)	3.41	7.01	8.48
营业收入	3.81	5.05	4.16	8.74	9.86
拨备前利润	5.27	1.22	3.72	9.08	9.88
归属母公司利润	2.01	13.60	8.27	11.15	14.69
资产质量(%):					
不良率	1.64	1.39	1.47	1.47	1.44
拨备覆盖率	171.49	180.08	184.54	199.96	222.54
拨贷比	2.82	2.50	2.72	2.93	3.20
不良净生成率(测算)	1.91	1.30	1.30	1.20	1.10

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币百万元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润表:					
利息收入	298,006	306,165	317,770	337,144	363,583
利息支出	(147,491)	(158,269)	(164,830)	(173,481)	(186,037)
净利息收入	150,515	147,896	152,940	163,663	177,546
手续费净收入	28,836	35,870	37,664	43,313	49,810
营业收入	194,731	204,557	213,058	231,676	254,526
业务及管理费	(51,902)	(59,737)	(62,852)	(67,881)	(74,576)
拨备前利润	140,846	142,565	147,868	161,291	177,223
拨备	(82,989)	(77,048)	(73,881)	(79,053)	(84,587)
税前利润	57,857	65,517	73,987	82,238	92,636
税后利润	49,532	56,377	61,039	67,846	77,815
归属母公司净利	48,980	55,641	60,243	66,961	76,799
资产负债表					
贷款总额	4,473,307	4,855,969	5,195,887	5,559,599	5,948,771
贷款减值准备	(126,100)	(121,471)	(141,388)	(162,977)	(190,510)
贷款净额	4,360,196	4,748,076	5,054,499	5,396,622	5,758,261
债券投资	2,089,172	2,317,896	2,549,686	2,804,654	3,085,120
存放央行	429,218	429,689	410,021	438,723	469,433
同业资产	412,882	343,211	308,890	308,890	308,890
其他资产	219,693	204,012	272,036	264,592	277,241
生息资产	7,404,579	7,946,765	8,464,484	9,111,866	9,812,214
资产总额	7,511,161	8,042,884	8,595,131	9,213,480	9,898,945
存款	4,572,286	4,789,969	5,125,267	5,484,036	5,867,918
同业负债	1,521,059	1,540,631	1,602,256	1,682,369	1,783,311
发行债券	732,958	958,203	1,006,113	1,106,724	1,217,397
计息负债	6,826,303	7,288,803	7,733,636	8,273,129	8,868,626
负债总额	6,951,123	7,400,258	7,891,466	8,441,968	9,049,618
股本	48,935	48,935	48,935	48,935	48,935
资本公积	59,216	59,216	59,216	59,216	59,216
盈余公积	43,786	48,937	55,041	61,826	69,607
一般风险准备	90,819	95,490	102,174	109,735	117,856
未分配利润	223,625	254,005	302,256	355,757	417,670
股东权益	560,038	642,626	703,665	771,512	849,326
资本状况(%):					
资本充足率	13.01	13.53	15.90	17.96	19.81
核心一级资本充足率	8.74	8.85	9.38	9.88	10.43
杠杆率	13.41	12.52	12.21	11.94	11.66
RORWA	1.07	1.14	1.15	1.19	1.27
风险加权系数	63.50	63.88	63.96	64.08	64.06

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371